

**NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ**



**EN RÉPONSE**

**À L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE  
composée d'une offre publique d'achat et, à titre alternatif, d'une offre publique d'échange  
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ COMPAGNIE DU CAMBODGE  
INITIÉE PAR**



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général (le « **RGAMF** »), l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° [ ] en date du 8 avril 2025 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par Compagnie du Cambodge et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1-I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

**AVIS IMPORTANT**

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

La Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de Compagnie du Cambodge ([www.compagnie-du-cambodge.com](http://www.compagnie-du-cambodge.com)) et peut être obtenue sans frais sur simple demande auprès de Compagnie du Cambodge (31/32, Quai de Dion Bouton - 92800 Puteaux).

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

**Table des Matières**

<b>1</b>	<b>RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE .....</b>	<b>3</b>
1.1	Présentation de l'Offre.....	3
1.2	Contexte et motifs de l'Offre .....	4
1.2.1	<i>Contexte.....</i>	4
1.2.2	<i>Motifs de l'Offre .....</i>	6
1.3	Rappel des principaux termes de l'Offre .....	6
1.3.1	<i>Principaux termes de l'Offre Publique de Retrait .....</i>	6
1.3.2	<i>Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait .....</i>	7
1.3.3	<i>Calendrier indicatif de l'Offre.....</i>	7
1.3.4	<i>Retrait Obligatoire suite à l'Offre Publique de Retrait.....</i>	7
1.3.5	<i>Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....</i>	7
1.3.6	<i>Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....</i>	7
<b>2</b>	<b>AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE .....</b>	<b>10</b>
<b>3</b>	<b>INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE COMPAGNIE DU CAMBODGE.....</b>	<b>17</b>
<b>4</b>	<b>INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES .....</b>	<b>17</b>
<b>5</b>	<b>RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....</b>	<b>17</b>
<b>6</b>	<b>ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE .....</b>	<b>18</b>
6.1	Structure et répartition du capital de la Société.....	18
6.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions .....	18
6.2.1	<i>Obligation de déclaration en matière de franchissement de seuils .....</i>	19
6.2.2	<i>Transfert d'actions .....</i>	19
6.3	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	19
6.4	Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....	19
6.5	Liste des détenteurs de titres Compagnie du Cambodge comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci .....	19
6.6	Mécanismes de contrôles prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	19
6.7	Accords dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote .....	19
6.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance et du directoire, ainsi qu'à la modification des statuts de Compagnie du Cambodge.....	19
6.8.1	<i>Nomination et remplacement des membres du Conseil de surveillance .....</i>	19
6.8.2	<i>Nomination et remplacement des membres du Directoire.....</i>	20
6.8.3	<i>Modification des statuts de Compagnie du Cambodge.....</i>	20
6.9	Pouvoirs du Conseil de surveillance et du Directoire, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions.....	20
6.9.1	<i>Pouvoirs du Conseil de surveillance .....</i>	20
6.9.2	<i>Pouvoirs du Directoire .....</i>	21
6.10	Accords conclus par Compagnie du Cambodge étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de Compagnie du Cambodge .....	22
6.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire, les salariés ou les dirigeants s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.....	22
<b>7</b>	<b>MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ</b>	<b>22</b>
<b>8</b>	<b>PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DE LA NOTE EN RÉPONSE .....</b>	<b>22</b>

## **1 RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE**

### **1.1 Présentation de l'Offre**

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du RGAMF, Bolloré SE, une société européenne dont le siège social est situé à Odet – 29500 Ergué-Gabéric, enregistrée sous le numéro 055 804 124 R.C.S Quimper (« **Bolloré** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé auprès de l'AMF le 14 janvier 2025 un projet d'offre publique de retrait sur la Société (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** », et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») sur la société Compagnie du Cambodge, une société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance dont le siège est situé 31/32, Quai de Dion Bouton – 92800 Puteaux, enregistrée sous le numéro 552 073 785 R.C.S. Nanterre (« **Compagnie du Cambodge** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR001400SUB7 (admises préalablement à la division du nominal sous le code ISIN FR0000079659), mnémonique « **CBDG** », dont les conditions sont décrites ci-après ainsi que dans la note d'information établie par l'Initiateur sur laquelle l'AMF a apposé le visa n° [ ] en date du 8 avril 2025 (la « **Note d'Information** »).

À la suite du communiqué de presse de l'Initiateur du 23 décembre 2024, l'Offre Publique de Retrait est une offre publique alternative composée :

- d'une offre publique d'achat (la « **Branche en Numéraire** ») aux termes de laquelle les actionnaires de Compagnie du Cambodge pourront céder leurs actions au prix de 110,00 euros par action (le « **Prix d'Offre** ») ;
- d'une offre publique d'échange (la « **Branche en Titres** ») aux termes de laquelle les actionnaires de Compagnie du Cambodge pourront échanger 1 action Compagnie du Cambodge contre 4,69 actions Universal Music Group N.V. (la « **Parité d'Échange** »), une société anonyme (*naamloze vennootschap*) de droit néerlandais, dont le siège statutaire (*statutaire zetel*) est situé à Amsterdam, Pays-Bas et le siège social à 's-Gravelandseweg 80, 1217 EW, Hilversum, Pays-Bas, immatriculée à la Chambre de commerce des Pays-Bas (*Kamer van Koophandel*) sous le numéro d'identification 81106661, dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Amsterdam (« **Euronext Amsterdam** ») sous le code ISIN NL0015000IY2, mnémonique « **UMG** » (« **UMG** »), détenues en portefeuille par l'Initiateur.

Le Prix d'Offre et la Parité d'Échange pourront faire l'objet d'ajustements dans les conditions prévues par la section 2.1.2 de la Note d'Information.

À la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient, directement ou indirectement, seul ou de concert, 60.025.740 actions Compagnie du Cambodge représentant autant de droits de vote, soit 98,87% du capital et des droits de vote théoriques de Compagnie du Cambodge<sup>1</sup>.

Préalablement à la publication de la présente Note en Réponse, les opérations préalables suivantes ont été réalisées par Compagnie du Cambodge, notamment suite à leur approbation par l'assemblée générale des actionnaires de Compagnie du Cambodge du 21 octobre 2024 :

- le 25 octobre 2024, la valeur nominale des actions composant le capital social de Compagnie du Cambodge a été divisée par 100 (soit de 42 euros à 0,42 euro), de sorte que le capital social de

---

<sup>1</sup> Sur la base d'un nombre total de 60.708.890 actions et de 60.708.890 droits de vote théoriques de la Société au 31 octobre 2024 (calculés en application de l'article 223-11, I., alinéa 2 du RGAMF).

*La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France*

Compagnie du Cambodge à l'issue de cette opération se composait de 55.973.500 actions de 0,42 euro de valeur nominale chacune (la « **Division du Nominal** ») ;

- le 31 octobre 2024, Compagnie du Cambodge a absorbé Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard (« **VG** ») selon une parité, postérieurement à la Division du Nominal, de 110 actions Compagnie du Cambodge pour 1 action VG (la « **Fusion VG-CDC** »), ce qui a eu pour effet de porter le capital social de Compagnie du Cambodge de 55.973.500 actions à 60.708.890 actions, par l'émission de 4.735.390 actions nouvelles.

L'organigramme du groupe Bolloré au 20 décembre 2024, notamment mis à jour de la réalisation de la Fusion VG-CDC et de la fusion-absorption de Compagnie des Tramways de Rouen par Financière Moncey (la « **Fusion Rouen-Moncey** »), figure en Annexe 1 de la Note en Réponse.

À la date de la présente Note en Réponse, l'Offre Publique de Retrait porte sur la totalité des actions existantes Compagnie du Cambodge non détenues, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur<sup>2</sup>, soit un nombre total maximum de 690.070 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 1,14% du capital et des droits de vote théoriques de la Société<sup>2</sup>, déterminé comme suit :

Actions existantes :	60.708.890
<i>moins</i> actions détenues directement par l'Initiateur :	5.596.400
<i>moins</i> actions détenues par les autres sociétés du groupe Bolloré <sup>3</sup> :	54.422.420
<b>Total des actions visées par l'Offre :</b>	<b>690.070</b>

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

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

Dans la mesure où l'Initiateur détient d'ores et déjà directement ou indirectement, seul ou de concert, plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre Publique de Retrait sera suivie d'un Retrait Obligatoire. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Compagnie du Cambodge visées par l'Offre Publique de Retrait non apportées à celle-ci seront par conséquent transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation exclusivement en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 110,00 euros par action Compagnie du Cambodge), nette de tout frais.

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

## 1.2 Contexte et motifs de l'Offre

### 1.2.1 *Contexte*

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

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

---

<sup>2</sup> Hors Bolloré Participations SE, qui a indiqué son intention de participer à l'Offre. Les 6.920 actions de la Société détenues par Bolloré Participations SE font par conséquent partie des actions visées par l'Offre. Le détail des participations des sociétés appartenant au groupe Bolloré figure en section 6.1 ci-après.

Le 10 juillet 2024, les sociétés Compagnie du Cambodge et VG ont annoncé le projet de Fusion VG-CDC, et les sociétés Financière Moncey et Compagnie des Tramways de Rouen (« **CTR** ») ont annoncé, le même jour, le projet de fusion-absorption de la seconde par la première (la « **Fusion Rouen-Moncey** »).

Le 12 septembre 2024, le directoire de Compagnie du Cambodge et le conseil d'administration de VG ont approuvé les termes du projet de Fusion VG-CDC, d'une part, et les conseils d'administration de Financière Moncey et de CTR ont approuvé les termes du projet de Fusion Rouen-Moncey, d'autre part. Le même jour, le Conseil de Surveillance de Compagnie du Cambodge a ratifié la désignation du cabinet Accuracy, représenté par M. Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant.

*a. L'Offre Initiale*

Le 13 septembre 2024<sup>3</sup>, les Établissements Présentateurs ont déposé pour le compte de l'Initiateur un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire libellé initialement au prix de 93,00 euros et avec une parité d'échange en actions UMG de 4,07 pour une action Compagnie du Cambodge (l'« **Offre Initiale** ») ainsi qu'un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information Initial** ») auprès de l'AMF. Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté les Établissements Présentateurs afin de procéder à une évaluation des actions Compagnie du Cambodge.

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

Le 10 octobre 2024, le Conseil de Surveillance de Compagnie du Cambodge, sur la base notamment du rapport du cabinet Accuracy ayant conclu au caractère équitable des conditions financières de l'Offre Initiale, en ce compris dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, a décidé que l'Offre Initiale était conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires et a recommandé aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'offre publique de retrait ou de laisser l'acquisition de leurs actions se faire en numéraire dans le cadre du retrait obligatoire.

Le même jour<sup>4</sup>, la Société a déposé auprès de l'AMF un projet de note en réponse au Projet de Note d'Information Initial (le « **Projet de Note en Réponse Initial** »).

Par ailleurs, à la suite de la décision d'opposition de l'AMF à la désignation du cabinet Accuracy du 18 octobre 2024<sup>5</sup>, le Conseil de Surveillance de Compagnie du Cambodge a ratifié la désignation le 18 novembre 2024 du cabinet BM&A, représenté par M. Pierre Béal, en qualité de nouvel expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») avec pour mission de préparer un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire conformément aux dispositions des articles 261-1, I 1° et 4° et II et 262-1 du RGAMF. Cette nomination n'a pas fait l'objet d'opposition de la part de l'AMF.

Le rapport de l'Expert Indépendant en date du 17 janvier 2025, ainsi que son *addendum* en date du 24 février 2025, sont intégralement reproduits en Annexe 2 de la présente Note en Réponse.

---

<sup>3</sup> Cf. avis AMF n°224C1626 du 16 septembre 2024.

<sup>4</sup> Cf. avis AMF n°224C1903 du 11 octobre 2024

<sup>5</sup> Cf. avis AMF n°224C2084 du 25 octobre 2024.

*b. Le relèvement des termes financiers de l'Offre Initiale*

Dans un communiqué de presse du 23 décembre 2024, l'Initiateur a annoncé le rehaussement des termes financiers de l'Offre Initiale en portant son prix à 110,00 euros par action Compagnie du Cambodge et la parité d'échange en actions UMG à 4,69 actions UMG pour une action Compagnie du Cambodge. Le même jour, Bolloré a relevé le prix et la parité d'échange en actions UMG des offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire sur les sociétés Financière Moncey et Société Industrielle et Financière de l'Artois.

Le 14 janvier 2025<sup>6</sup>, les Établissements Présentateurs ont déposé pour le compte de l'Initiateur auprès de l'AMF un nouveau projet de note d'information se substituant au Projet de Note d'Information Initial et intégrant le rehaussement des termes financiers de l'Offre Initiale (à laquelle l'Offre s'est substituée).

Le 17 janvier 2025, le Conseil de Surveillance de Compagnie du Cambodge, sur la base notamment du rapport de l'Expert Indépendant ayant conclu au caractère équitable des conditions financières de l'Offre, en ce compris dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, a décidé que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires et a recommandé aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'offre publique de retrait ou de laisser l'acquisition de leurs actions se faire en numéraire dans le cadre du retrait obligatoire. Le même jour<sup>7</sup>, la Société a déposé auprès de l'AMF un projet de note en réponse au nouveau projet de note d'information de l'Initiateur (se substituant au Projet de Note en Réponse Initial).

L'évaluation des actions Compagnie du Cambodge préparée par les Établissements Présentateurs intégrant le rehaussement des termes financiers de l'Offre Initiale figure en section 3 (*Éléments d'appréciation des termes de l'Offre*) de la Note d'Information.

*1.2.2 Motifs de l'Offre*

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

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

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

*1.3.1 Principaux termes de l'Offre Publique de Retrait*

En application des dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, les Établissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le 14 janvier 2025 auprès de l'AMF l'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait qui sera suivie d'un retrait obligatoire visant les actions Compagnie du Cambodge, ainsi que la Note d'Information.

Les Établissements Présentateurs garantissent, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, dont les termes ont été relevés le 23 décembre 2024 (conformément au communiqué de presse de l'Initiateur du même jour).

---

<sup>6</sup> Cf. avis AMF n°225C0118 du 14 janvier 2025.

<sup>7</sup> Cf. avis AMF n°225C0151 du 17 janvier 2025.

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

- d'un Prix d'Offre de 110,00 euros par action Compagnie du Cambodge apportée à la Branche en Numéraire ; et/ou
- d'une Parité d'Échange de 4,69 actions UMG, détenues en portefeuille par l'Initiateur, contre 1 action Compagnie du Cambodge apportée à la Branche en Titres, étant précisé qu'aucune fraction d'action UMG ne pourra être remise par l'Initiateur et que les rompus éventuels seront traités conformément à la procédure visée en section 2.6. de la Note d'Information. Le nombre, la provenance et les caractéristiques des actions UMG sont détaillés à la section 2.5. de la Note d'Information.

Les actionnaires de Compagnie du Cambodge pourront apporter en tout ou partie leurs actions soit à la Branche en Numéraire, soit à la Branche en Titres, soit en les répartissant entre la Branche en Numéraire et la Branche en Titres.

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

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

### *1.3.3 Calendrier indicatif de l'Offre*

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.8. de la Note d'Information.

### *1.3.4 Retrait Obligatoire suite à l'Offre Publique de Retrait*

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions Compagnie du Cambodge qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait, seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation exclusivement en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 110,00 euros par action Compagnie du Cambodge), nette de tout frais.

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

Les modalités détaillées du Retrait Obligatoire sont présentées à la section 2.7. de la Note d'Information.

### *1.3.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger*

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.12. de la Note d'Information.

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

À la connaissance de la Société, en-dehors des éléments décrits ci-dessous, il n'existe pas d'autre accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

#### *1.3.6.1 Fusion VG-CDC et Fusion Rouen-Moncey*

Le 10 juillet 2024, les sociétés Compagnie du Cambodge et VG ont annoncé le projet de la Fusion VG-CDC, et les sociétés Financière Moncey et CTR ont annoncé le projet de la Fusion Rouen-

Moncey. L'organigramme mis à jour du groupe Bolloré à l'issue de la réalisation de la Fusion VG-CDC et de la Fusion Rouen-Moncey figure en Annexe 1 de la présente Note en Réponse.

#### *La Fusion VG-CDC*

Le 12 septembre 2024, Compagnie du Cambodge et VG ont signé un traité de fusion, disponible sur les sites Internet de Compagnie du Cambodge ([www.compagnie-du-cambodge.com](http://www.compagnie-du-cambodge.com)) et de VG ([www.var-et-gard.com](http://www.var-et-gard.com)). Aux termes de ce traité de fusion, la parité d'échange a été fixée, postérieurement à la Division du Nominal, à 110 actions Compagnie du Cambodge pour 1 action VG.

Dans le cadre de la Fusion VG-CDC, M. Maurice Nussenbaum a été désigné le 5 juillet 2024 en qualité de commissaire à la fusion par ordonnance de la présidente du Tribunal de commerce de Nanterre. Conformément aux dispositions de l'article L. 236-10 du Code de commerce, le commissaire à la fusion a rendu ses rapports concluant que (i) la valeur des apports de VG n'est pas surévaluée et correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par Compagnie du Cambodge augmentée de la prime de fusion et (ii) que le rapport d'échange (post-Division du Nominal) est équitable. Ces rapports sont disponibles sur les sites Internet de Compagnie du Cambodge et de VG.

Les assemblées générales extraordinaires des actionnaires de Compagnie du Cambodge et de VG ont approuvé le 21 octobre 2024 le projet de fusion par voie d'absorption de VG par Compagnie du Cambodge.

Le 31 octobre 2024, le Président du Directoire de Compagnie du Cambodge, sur délégation de l'assemblée générale des actionnaires de Compagnie du Cambodge et conformément au traité de fusion conclu entre les deux sociétés, a constaté l'accomplissement des conditions suspensives et la réalisation de la Fusion VG-CDC.

Au résultat de la Fusion VG-CDC :

- VG s'est trouvée dissoute sans liquidation à compter du 31 octobre 2024 ;
- le capital social de Compagnie du Cambodge a été porté de 23.508.870 euros à 25.497.733,80 euros par l'émission de 4.735.390 actions nouvelles ;
- les participations suivantes détenues par VG ont été transférées à Compagnie du Cambodge par l'effet de la transmission universelle de son patrimoine :
  - o sa participation de 26,62% dans Financière Moncey, augmentant la participation détenue par Compagnie du Cambodge dans Financière Moncey de 36,69% à 63,31%, cette augmentation ayant fait l'objet d'une décision de dérogation de l'AMF à l'obligation de déposer un projet d'offre publique portant sur les actions Financière Moncey le 16 décembre 2024<sup>8</sup> ;
  - o sa participation de 14,02% dans CTR, augmentant la participation détenue par Compagnie du Cambodge dans CTR de 28,58% à 42,60% ; et
  - o sa participation de 0,4% dans la société Financière V, augmentant la participation détenue par Compagnie du Cambodge dans Financière V de 22,8% à 23,3%.

---

<sup>8</sup> Cf. avis AMF n°224C2708 du 16 décembre 2024

*La Fusion Rouen-Moncey*

Le 12 septembre 2024, Financière Moncey et CTR ont signé un traité de fusion disponible sur les sites Internet de Financière Moncey ([www.financiere-moncey.fr](http://www.financiere-moncey.fr)) et de CTR ([www.tramways-de-rouen.fr](http://www.tramways-de-rouen.fr)). Aux termes de ce traité de fusion, la parité d'échange a été fixée, postérieurement à la division par 100 de la valeur nominale des actions Financière Moncey, à 75 actions Financière Moncey pour 1 action CTR.

Dans le cadre de la Fusion Rouen-Moncey, M. Maurice Nussenbaum a été désigné le 5 juillet 2024 en qualité de commissaire à la fusion par ordonnance de la présidente du Tribunal de commerce de Nanterre. Conformément aux dispositions de l'article L. 236-10 du Code de commerce, le commissaire à la fusion a rendu ses rapports concluant que (i) la valeur des apports de CTR n'est pas surévaluée et correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par Financière Moncey augmentée de la prime de fusion et (ii) que le rapport d'échange (post-division par 100 du nominal des actions de Financière Moncey) est équitable. Ces rapports sont disponibles sur les sites Internet de Financière Moncey et de CTR.

Les assemblées générales extraordinaires des actionnaires de Financière Moncey et de CTR ont approuvé le 21 octobre 2024 le projet de fusion par voie d'absorption de CTR par Financière Moncey. Le 31 octobre 2024, le Président-Directeur Général de Financière Moncey, sur délégation de l'assemblée générale des actionnaires de Financière Moncey et conformément au traité de fusion conclu entre les deux sociétés, a constaté l'accomplissement des conditions suspensives et a déclaré la réalisation de la Fusion Rouen-Moncey effective au 1<sup>er</sup> novembre 2024.

La réalisation de la Fusion Rouen-Moncey est ainsi intervenue le 1<sup>er</sup> novembre 2024.

Au résultat de cette fusion, la participation de Compagnie du Cambodge dans Financière Moncey a augmenté de 63,31% à 63,67%.

*1.3.6.2 Engagements d'apport et de non-apport*

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

## **2 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE**

À la date de la Note en Réponse, le Conseil de surveillance de la Société est composé comme suit :

- Madame Marie Bolloré, Présidente ;
- Monsieur Cédric de Bailliencourt, Vice-président ;
- Monsieur Hubert Fabri, Vice-président ;
- Madame Chantal Bolloré ;
- Bolloré Participations SE (représentée par Madame Stéphanie Collinet) ;
- Madame Jacqueline de Ribes ;
- Monsieur Jean-Philippe Hottinguer ;
- Madame Céline Merle-Béral ; et
- Plantations des Terres Rouges SA (représentée par Monsieur Sébastien Bolloré).

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, les membres du Conseil de surveillance de la Société se sont réunis le 17 janvier 2025, sous la présidence de Madame Marie Bolloré, sa présidente, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un nouvel avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société et ses actionnaires, étant rappelé que Compagnie du Cambodge n'emploie aucun salarié.

L'ensemble des membres du Conseil de surveillance étaient présents ou représentés à cette réunion.

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

*« La Présidente rappelle que le 12 septembre 2024, Bolloré SE (l'"Initiateur") a annoncé un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire sur la Société libellé initialement au prix de 93,00 euros, assortie d'une branche alternative d'échange consistant en la remise d'actions Universal Music Group N.V. (UMG) détenues en portefeuille par l'Initiateur selon une parité d'échange de 4,07 actions UMG pour 1 action de la Société (l'"Offre Initiale"), qui a été déposé auprès de l'AMF le 13 septembre 2024.*

*Dans ce contexte, le Conseil de Surveillance de Compagnie du Cambodge a ratifié le 12 septembre 2024 la désignation du cabinet Accuracy, représenté par M. Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant.*

*Le 10 octobre 2024, le Conseil de Surveillance de Compagnie du Cambodge, sur la base notamment du rapport du cabinet Accuracy ayant conclu au caractère équitable des conditions financières de l'Offre Initiale, en ce compris dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, a décidé que l'Offre Initiale était conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires et a recommandé aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'offre publique de retrait ou de laisser l'acquisition de leurs actions se faire en numéraire dans le cadre du retrait obligatoire. Le même jour, la Société a déposé un projet de note en réponse au projet de note d'information déposé auprès de l'AMF.*

*La Présidente rappelle que dans un communiqué de presse du 23 décembre 2024, l'Initiateur a annoncé une amélioration des termes financiers de l'offre, désormais libellée au prix de 110,00 euros par action de la Société pour la branche en numéraire et à une parité d'échange de 4,69 actions UMG pour une action de la Société pour la branche en Titres (l' « Offre »).*

*L'Offre s'inscrit dans le cadre des mesures de rationalisation et de simplification des structures du*

*La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France*

*groupe Bolloré visant à réduire ses coûts de gestion administrative et fonctionnelle et fait suite aux fusions de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard par Compagnie du Cambodge et de Compagnie des Tramways de Rouen par Financière Moncey respectivement réalisées en date du 31 octobre 2024 et 1<sup>er</sup> novembre 2024.*

*La Présidente rappelle que préalablement à la réunion, les membres du Conseil de surveillance ont pris connaissance :*

- du communiqué de presse de l'Initiateur du 23 décembre 2024 annonçant l'amélioration du prix et de la parité d'échange en actions UMG de l'Offre ;*
- du nouveau projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 14 janvier 2025, qui contient notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix d'Offre (le "**Projet de Note d'Information**") ;*
- du rapport du cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité de nouvel expert indépendant (l'"**Expert Indépendant**") sur le caractère équitable des conditions financières de l'offre publique de retrait et du retrait obligatoire ; et*
- du nouveau projet de note en réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-9 du RGAMF.*

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

*La Présidente rappelle qu'à la suite de la décision d'opposition de l'AMF à la désignation du cabinet Accuracy du 18 octobre 2024, le Conseil de surveillance a ratifié le 18 novembre 2024, après confirmation de l'absence d'opposition de l'AMF, conformément à l'article 261-1-1 du RGAMF, la désignation du cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité de nouvel expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'offre publique de retrait et du retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 261-1, I, 1<sup>o</sup> et 4<sup>o</sup> et II et 262-1 du RGAMF. La désignation du cabinet BM&A a été annoncée par Compagnie du Cambodge dans un communiqué de presse du 18 novembre 2024.*

## **2. Interactions avec l'Expert Indépendant**

*Une réunion de lancement des travaux de l'Expert Indépendant a eu lieu le 22 novembre 2024 avec les directions financière et juridique de Compagnie du Cambodge, à l'issue de laquelle les informations et documents demandés par l'Expert Indépendant ont commencé à lui être communiqués afin que ce dernier puisse débiter ses travaux.*

*Le management de la Société s'est ensuite entretenu à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant, notamment aux cours des réunions suivantes :*

- le 6 décembre 2024, afin de faire un premier point d'étape sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant depuis sa désignation et de discuter des méthodes de valorisation privilégiées par ce dernier ;*
- le 19 décembre 2024, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter les premiers résultats de ses travaux ; et*
- le 13 janvier 2025, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter les principaux éléments*

*de son projet de rapport.*

*La Société s'est assurée que l'Expert Indépendant disposait de l'ensemble des informations demandées par lui pour l'exécution de sa mission et qu'il ait été à même de mener ses travaux dans des conditions le satisfaisant. Le Conseil de surveillance indique ne pas avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant. En particulier, le Conseil de surveillance a pris connaissance des questions et réflexions d'actionnaires qui ont été adressées à l'Initiateur, à la Société ou à l'Expert Indépendant et intégrées dans son rapport.*

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

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

*L'Expert Indépendant a remis son rapport final au Conseil de surveillance le 17 janvier 2025.*

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

○ **Fourchettes de valeurs :**

*« Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Compagnie du Cambodge auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 110,0 € et la parité de 4,69 actions UMG proposés dans le cadre de la présente Offre :*

Compagnie du Cambodge Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)			Parité, en nombre d'actions UMG			Prime/ (Décote) vs Offre
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute	
Cours de bourse (12 septembre 2024)	36 mois	51,0	65,5	76,5	2,16	2,77	3,23	67,9 %
	24 mois	55,0	65,8	76,5	2,32	2,78	3,23	67,2 %
	12 mois	58,0	67,0	76,5	2,45	2,83	3,23	64,2 %
	6 mois	66,5	70,0	76,5	2,81	2,96	3,23	57,1 %
	3 mois	66,5	71,0	76,5	2,81	3,00	3,23	54,9 %
	20 jours	72,5	73,6	76,5	3,06	3,11	3,23	49,5 %
	Spot	74,0	74,0	74,0	3,13	3,13	3,13	48,6 %
DDM	29-nov.-24	59,0	66,6	76,7	2,49	2,82	3,24	65,1 %
ANR	ANR 1	92,0	100,9	109,7	3,89	4,26	4,64	9,0 %
	ANR 2	89,3	110,2	113,3	3,77	4,66	4,79	(0,1)%
ANC consolidé	30-juin-24	68,5	68,5	68,5	2,89	2,89	2,89	60,6 %

○ **Rappel des méthodes :**

*« Préalablement à tout développement, il faut rappeler que Compagnie du Cambodge est une société holding et qu'elle est intégrée dans un groupe, le Groupe Bolloré, qui présente des caractéristiques singulières en termes de structure de détention. En effet, au-delà de la complexité habituelle des organigrammes des grands groupes cotés qui détiennent des participations dans un grand nombre de filiales, contrôlées ou non, la structure du Groupe Bolloré se distingue par de nombreuses boucles d'autocontrôle pouvant rendre complexe la compréhension et la répartition de la valeur entre les différentes parties prenantes.*

*En tenant compte des deux particularités précitées, activité de holding et présence de boucles d'autocontrôle, nous avons retenu deux méthodes à titre principal (dont l'une déclinée en deux sous-approches) et présenté deux références de valeur à titre d'information.*

*Les deux références de valeur données à titre d'information, l'actif net comptable consolidé au 30 juin 2024 et le cours de bourse, présentent l'avantage d'observer directement la valeur de la Société. Cependant, d'une part, l'actif net comptable consolidé n'intègre pas la pleine valeur de la Société, les participations mises en équivalence n'étant pas toutes comptabilisées à leur juste valeur et les comptes arrêtés au 30 juin 2024 ne tenant pas compte des opérations de fusion réalisées au mois d'octobre et novembre 2024. D'autre part, l'action de la Société s'avère peu liquide en raison d'un flottant limité et cote de manière erratique, rendant la référence au cours de bourse peu pertinente.*

*Dans ce contexte, nous avons développé deux méthodes régulièrement mises en œuvre pour l'évaluation des sociétés holding.*

*L'approche par actualisation des dividendes (ou approche DDM) permet d'approcher la valeur de la Société pour un actionnaire minoritaire n'ayant pas la capacité de décider le montant du dividende. Si cette méthode peut sembler constituer un minimum dans le cadre d'un retrait obligatoire, nous soulignons que nous avons retenu dans notre calcul des hypothèses favorables aux actionnaires minoritaires (importante croissance du dividende prise en compte, taux de distribution de 100 %).*

*L'approche par l'actif net réévalué (ou ANR) est également usuelle pour l'évaluation des sociétés holding.*

*La première approche (ANR n°1) de la Société a consisté à bâtir un modèle itératif<sup>9</sup> intégrant les sociétés du Groupe Bolloré parties aux boucles d'autocontrôle et reposant sur le cours de bourse de Bolloré SE. Cette dernière hypothèse est vivement critiquée par les actionnaires minoritaires sous divers motifs, le principal étant que le cours de bourse de Bolloré SE ne valorise pas les boucles d'autocontrôle. Compte tenu du fait que la capitalisation boursière de Bolloré SE est proche de la valeur de son ANR, nous estimons qu'il n'est pas possible de déterminer avec certitude ce qu'incorpore, ou n'incorpore pas, le cours de bourse, que ce soit en termes de prise en compte de la « valeur » des boucles ou de décote liée à son statut de holding. Par ailleurs et dans la mesure où la Société fait partie de la chaîne de contrôle de Bolloré SE, nous avons développé un scénario intégrant une prime de contrôle de 25 % sur le cours de Bolloré SE. La moyenne entre le scénario de base et le scénario intégrant la prime de contrôle et tenant compte du frottement fiscal calculé dans le cadre de l'ANR n°2 (cf. infra), conduit à une valeur moyenne de 100,9 € par action de la Société, le prix d'Offre extériorisant une prime de 9,0 %.*

*Enfin et afin de mesurer les conséquences financières de l'éloignement de la Société des sources de valeur, nous avons calculé un ANR reposant sur un modèle dit à tours (ANR n°2) qui simule la distribution année par année de l'ANR propre de Bolloré SE et des ANR des autres sociétés constituant la chaîne de détention du Groupe. Hors tout frottement, la valeur par action de la Société se rapproche de celle calculée par certains actionnaires minoritaires. Toutefois, ces derniers ne tiennent pas compte de la durée nécessaire à la perception de la distribution par la Société et partant, à ses actionnaires, et du coût fiscal qu'entraîne ladite distribution, annuellement faible mais se répétant à chaque tour. »*

---

<sup>9</sup> Modèle dont nous nous sommes assurés qu'il conduit à un résultat équivalent à celui qui serait obtenu à partir d'une approche par suppression des boucles sur la base d'un modèle simplifié, l'approche par suppression des boucles n'ayant pas pu être mise en œuvre.

○ **Ecart d'appréciation avec les actionnaires minoritaires :**

*« Ainsi, l'écart d'appréciation de la valeur de la Société entre les actionnaires minoritaires et nous, peut se résumer (i) à la prise en compte ou non de la complexité de la structure (laquelle entraîne un délai de distribution particulièrement long et des frottements fiscaux) et (ii) au niveau de risque lié à la perception de distributions. Concernant le premier point, la direction du Groupe nous a affirmé qu'il n'était pas envisagé de simplification notable des boucles d'autocontrôle. Celle-ci, si elle devait être mise en œuvre, serait coûteuse en ressources et en temps et compromettrait potentiellement la conservation du contrôle du Groupe s'agissant des principales boucles d'autodétention. Concernant le second point, il nous semble que la nature des actifs « distribués », principalement issus de Bolloré SE, et le délai pour que leur produit parvienne à la Société doivent conduire à une actualisation de ces flux à un taux équivalent au coût moyen du capital de Bolloré SE, soit 7,5 %. »*

○ **Conclusion sur l'équité :**

*« Cette approche conduit à une valeur centrale de 110,4 € par action Compagnie du Cambodge, équivalente au Prix d'Offre.*

*S'agissant de la branche en titres rémunérée en actions UMG, nous relevons que la parité d'échange résulte de l'application mécanique du rapport d'échange entre le prix d'Offre et cours moyen 20 jours pondéré par les volumes constaté le 23 décembre 2024, assortie d'une très légère prime<sup>10</sup>. Cette parité d'échange n'appelle pas d'autre commentaire de notre part.*

*Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 110 € par action Compagnie du Cambodge et/ou un rapport d'échange de 4,69 actions UMG par action Compagnie du Cambodge proposés dans le cadre de l'offre publique de retrait et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société. »*

#### **4. Avis motivé du Conseil de surveillance**

*Compte tenu de ce qui précède et connaissance prise :*

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

*après en avoir délibéré, le Conseil de surveillance, à l'unanimité de ses membres :*

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

- *le cabinet Accuracy avait conclu au caractère équitable des conditions financières de l'Offre Initiale (en ce compris dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire) et le*

---

<sup>10</sup> Le rapport d'échange mécanique offre une parité de 4,65 contre 4,69 offert.

*Conseil de Surveillance avait décidé le 10 octobre 2024 que l'Offre Initiale était conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires et avait déjà recommandé aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'offre publique de retrait ou de laisser l'acquisition de leurs actions se faire en numéraire dans le cadre du retrait obligatoire ;*

- *l'Initiateur a amélioré les termes financiers de l'Offre Initiale, désormais libellée au prix de 110,00 euros par action de la Société pour la branche en numéraire (le « **Prix d'Offre** ») et à une parité d'échange en actions UMG de 4,69 actions UMG pour une action de la Société pour la branche en titres (la « **Parité d'Echange** »), calculée à partir du cours moyen pondéré 1 mois d'UMG (post détachement du dividende), soit 23,43 euros au 19 décembre 2024 ;*
- *le Prix d'Offre et la Parité d'Echange sont respectivement supérieurs de 18,28% et de 15,23% aux termes financiers de l'Offre Initiale qui avaient déjà été considérés comme équitables par le Conseil de Surveillance du 10 octobre 2024 ;*
- *le Prix d'Offre extériorise ainsi :*
  - *une prime de 48,6% par rapport au cours de bourse du 11 septembre 2024 (soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre Initiale du 12 septembre 2024), et de 50,5%, 54,7% et 64,5% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur une période respectivement d'un mois, de trois mois et de douze mois avant cette date ; et*
  - *à titre informatif, une prime de 8,9% par rapport au cours de bourse du 20 décembre 2024 (soit le dernier jour de cotation avant l'annonce du rehaussement de l'Offre Initiale du 23 septembre 2024), et de 12,4%, 14,5% et 30,7% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur une période respectivement d'un mois, de trois mois et de douze mois avant cette date ;*
- *l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre le retrait obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris à l'issue de l'offre publique de retrait ;*
- *l'Expert Indépendant a notamment relevé que son approche l'a conduit à une valeur centrale de 110,4€ par action Compagnie du Cambodge, équivalente au Prix d'Offre ;*
- *l'Expert Indépendant conclut que le Prix d'Offre et la Parité d'Echange proposés dans le cadre de l'Offre et dans l'hypothèse d'un retrait obligatoire est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société ;*

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

- *de la Société, la mise en œuvre du retrait obligatoire lui permettant de mettre fin à l'admission de ses titres à la négociation sur un marché réglementé et par conséquent de réduire les coûts induits par les obligations législatives et réglementaires s'y rapportant ;*
- *de ses actionnaires, le prix de 110,00 euros par action de la Société et la parité d'échange de 4,69 actions UMG pour 1 action de la Société proposés par l'Initiateur étant considérés comme équitables par l'Expert Indépendant et valorisant correctement les actions détenues par les actionnaires minoritaires, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire pour ce qui concerne la branche en numéraire ;*

*La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France*

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

***recommande** aux actionnaires de la Société (i) d'apporter leurs actions à l'offre publique de retrait, soit à l'offre publique d'achat afin d'obtenir une liquidité immédiate sur tout ou partie de leur participation au prix de 110,00 euros par action de la Société, soit à l'offre publique d'échange afin de reporter leur investissement sur des actions UMG selon la parité d'échange de 4,69 actions UMG pour 1 action de la Société ou (ii) de laisser l'acquisition de leurs actions se faire en numéraire dans le cadre du retrait obligatoire afin d'économiser des frais de transaction ;*

***prend acte** que le Directoire finalisera et déposera le 17 janvier 2025 auprès de l'AMF le projet de note en réponse établi sous sa responsabilité, lequel inclura le rapport de l'Expert Indépendant et la position exprimée par le Conseil de surveillance relativement à l'Offre dans sa séance de ce jour. »*

### **3 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE COMPAGNIE DU CAMBODGE**

Les intentions des membres du Conseil de surveillance de la Société, qui sont données à la date de la réunion du Conseil de surveillance ayant émis son avis motivé, sont présentées dans le tableau ci-dessous<sup>11</sup>.

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

<b>Nom</b>	<b>Fonction</b>	<b>Nombre d'actions détenues à la date de l'avis motivé</b>	<b>Intention à la date de l'avis motivé</b>
Madame Marie Bolloré	Présidente du Conseil de surveillance	100	Envisage d'apporter ses actions à la Branche en Titres
Monsieur Cédric de Bailliencourt	Vice-Président du Conseil de surveillance	15.000	Envisage d'apporter majoritairement ses actions à la Branche en Titres
Monsieur Hubert Fabri	Vice-Président du Conseil de surveillance	6.000	Envisage d'apporter ses actions à la Branche en Titres
Madame Chantal Bolloré	Membre du Conseil de Surveillance	100	Envisage d'apporter ses actions à la Branche en Titres
Bolloré Participations SE	Membre du Conseil de Surveillance	6.920	Envisage d'apporter ses actions à la Branche en Numéraire
Madame Jacqueline de Ribes	Membre du Conseil de Surveillance	1.000	Envisage d'apporter ses actions à la Branche en Titres

Il est précisé que les actions de la Société détenues par Plantations des Terres Rouges SA, membre du Conseil de surveillance, ne sont pas visées par l'Offre, comme cela est rappelé à la section 1.1 ci-dessus.

### **4 INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES**

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

### **5 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT**

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du RGAMF, le Conseil de surveillance de la Société, lors de sa séance du 18 novembre 2024, a ratifié la désignation du cabinet

---

<sup>11</sup> Les membres ou les représentants permanents des membres du Conseil de surveillance non-cités dans le tableau ci-dessous ne détiennent pas d'actions Compagnie du Cambodge.

BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'Expert Indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 17 janvier 2025, ainsi que son *addendum* en date du 24 février 2025, sont reproduits dans leur intégralité en Annexe 2 et font partie intégrante de la présente Note en Réponse.

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

### **6.1 Structure et répartition du capital de la Société**

Le capital social de la Société s'élève, à la date de la présente Note en Réponse, à 25.497.733,80 euros, divisé en 60.708.890 actions ordinaires, entièrement libérées et toutes de même catégorie. Le nombre de droits de vote théoriques s'élève à 60.708.890.

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

<b>Actionnaires</b>	<b>Nombre d'actions</b>	<b>% du capital</b>	<b>Droits de vote théoriques</b>	<b>% de droits de vote théoriques*</b>
Bolloré SE (Initiateur)	5.596.400	9,22%	5.596.400	9,22%
Plantations des Terres Rouges S.A.**	34.796.400	57,32%	34.796.400	57,32%
Compagnie des Glénans**	12.344.600	20,33%	12.344.600	20,33%
Socfrance**	4.482.280	7,38%	4.482.280	7,38%
Financière du Champ de Mars S.A.**	2.798.700	4,61%	2.798.700	4,61%
Bolloré Participations SE***	6.920	0,01%	6.920	0,01%
Socarfi**	440	ns	440	ns
<i>Total groupe Bolloré</i>	<i>60.025.740</i>	<i>98,87%</i>	<i>60.025.740</i>	<i>98,87%</i>
Public	683.150	1,13%	683.150	1,13%
<b>TOTAL</b>	<b>60.708.890</b>	<b>100%</b>	<b>60.708.890</b>	<b>100%</b>

\* Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

\*\* Sociétés contrôlées directement ou indirectement par Bolloré.

\*\*\* Sociétés contrôlées par M. Vincent Bolloré.

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

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

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

### 6.2.1 *Obligation de déclaration en matière de franchissement de seuils*

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

### 6.2.2 *Transfert d'actions*

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

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

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

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

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

### 6.5 Liste des détenteurs de titres Compagnie du Cambodge comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 22 des statuts de la Société prévoit que les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire ne bénéficient pas d'un droit de vote double.

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

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

Néant.

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

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

### 6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance et du directoire, ainsi qu'à la modification des statuts de Compagnie du Cambodge

#### 6.8.1 *Nomination et remplacement des membres du Conseil de surveillance*

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance sont décrites à l'article 16 des statuts de la Société.

Aux termes des stipulations de l'article 16 des statuts de la Société, le Conseil de surveillance est composé de trois membres au moins et de seize membres au plus, nommés par l'assemblée générale. Conformément à l'article 16 des statuts de la Société, les membres du Conseil de surveillance sont nommés pour une durée de trois ans et sont rééligibles.

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

Nul ne peut être nommé membre du Conseil de surveillance si, ayant dépassé l'âge de 85 ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du Conseil le nombre des membres ayant dépassé cet âge. D'autre part, si du fait qu'un membre du Conseil en fonction vient à dépasser cet âge de 85 ans, la proportion du tiers ci-dessus visée est dépassée, le membre du Conseil de surveillance le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus proche assemblée générale ordinaire.

Aux termes de l'article 17 des statuts de la Société, le Conseil de surveillance, parmi ses membres personnes physiques, élit un Président et un Vice-Président dont il détermine la rémunération. Le Conseil peut également nommer d'autres Vice-Présidents.

#### *6.8.2 Nomination et remplacement des membres du Directoire*

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire sont décrites à l'article 13 des statuts de la Société.

Aux termes des stipulations de l'article 13 des statuts de la Société, le Directoire est composé de deux membres au moins, nommés par le Conseil de surveillance, qui sous cette réserve, en fixe le nombre comme il l'entend et conformément à la loi.

Les membres du Directoire sont obligatoirement des personnes physiques qui peuvent être choisies en dehors des actionnaires, même parmi le personnel salarié de la Société.

Le Directoire est nommé pour une durée de trois ans. En cas de vacance, le remplaçant est nommé pour le temps qui reste à courir jusqu'au renouvellement du Directoire.

Tout membre du Directoire est rééligible.

Nul ne peut être nommé membre du Directoire s'il est âgé de 75 ans et plus. Tout membre du Directoire en fonction, venant à dépasser cet âge, est réputé démissionnaire d'office.

Aux termes de l'article 14 des statuts de la Société, le Conseil de Surveillance confère à l'un des membres du Directoire la qualité de Président. Il est seul compétent pour lui en retirer sa qualité.

#### *6.8.3 Modification des statuts de Compagnie du Cambodge*

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

### 6.9 Pouvoirs du Conseil de surveillance et du Directoire, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

#### *6.9.1 Pouvoirs du Conseil de surveillance*

Aux termes de l'article 19 des statuts de la Société, le Conseil de surveillance, exerce dans les conditions prévues par la loi, le contrôle permanent de la gestion de la Société par le Directoire. À

toute époque de l'année il opère les vérifications et les contrôles qu'il juge opportuns et peut se faire communiquer les documents qu'il estime utiles à l'accomplissement de sa mission.

Il reçoit un rapport du Directoire sur la marche des affaires sociales, chaque fois qu'il le juge nécessaire et au moins une fois par trimestre.

Il vérifie et contrôle les comptes sociaux établis par le Directoire et présentés par celui-ci dans les trois mois de la clôture de l'exercice, accompagnés d'un rapport écrit sur la situation de la Société et l'activité de celle-ci pendant l'exercice écoulé.

#### 6.9.2 Pouvoirs du Directoire

Aux termes de l'article 15 des statuts de la Société, les pouvoirs du Directoire et de son Président sont ceux que leur confère la loi.

Le Directoire a la faculté de déléguer partie de ses pouvoirs qu'il jugera utile.

Le Président du Directoire représente la Société dans ses rapports avec les tiers. Il peut déléguer ce pouvoir de représentation.

Les actes engageant la Société vis-à-vis des tiers doivent porter la signature du Président du Directoire ou de tout fondé de pouvoirs dûment habilité à l'effet de ces actes.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts de la Société, le Directoire bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous :

<b>Nature de l'autorisation ou délégation accordée</b>	<b>Date de l'assemblée générale et résolution concernée</b>	<b>Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé</b>	<b>Durée</b>	<b>Utilisation au cours de l'exercice clos (2024)</b>
Émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	01/06/2023 (10 <sup>ème</sup> résolution)	Emprunt : 200 000 000 euros Capital : 7 700 000 euros	26 mois	Néant
Émission d'actions ordinaires à libérer par incorporation de réserves, bénéfices ou primes ou par élévation du nominal	01/06/2023 (11 <sup>ème</sup> résolution)	7 700 000 d'euros <sup>12</sup>	26 mois	Néant
Délégation à l'effet de procéder à une augmentation de capital visant à rémunérer des apports de titres ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	01/06/2023 (12 <sup>ème</sup> résolution)	10% du capital social	26 mois	Néant

<sup>12</sup> Montant qui s'impute sur les augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu des émissions avec maintien du droit préférentiel de souscription.

*La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France*

6.10 Accords conclus par Compagnie du Cambodge étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de Compagnie du Cambodge

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

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

Néant.

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

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

**8 PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DE LA NOTE EN RÉPONSE**

*« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, 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. »*

Monsieur Cyrille Bolloré  
Président du Directoire de la Société

*La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France*

## **ANNEXE 1**

**Organigramme mis à jour du Groupe Bolloré au 20 décembre 2024 (post-fusions)**

*La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France*

**ANNEXE 2**

**Rapport de l'Expert Indépendant et *addendum***

# BMA

Advisory & Support

**BOLLORE**

COMPAGNIE DU CAMBODGE

## I Compagnie du Cambodge

Expertise indépendante

**Offre publique de retrait suivie d'un  
retrait obligatoire**

Janvier 2025

# SOMMAIRE

<b>1 </b>	<b>CONTEXTE DE L'OPERATION.....</b>	<b>5</b>
<b>2 </b>	<b>PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT .....</b>	<b>7</b>
2.1	Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois.....	7
2.2	Déclaration d'indépendance .....	7
2.3	Rémunération de l'expert .....	8
2.4	Diligences effectuées par l'expert .....	8
<b>3 </b>	<b>PRESENTATION DE LA SOCIETE.....</b>	<b>12</b>
3.1	<b>Présentation du Groupe Bolloré.....</b>	<b>12</b>
3.1.1	Historique du Groupe .....	12
3.1.2	Présentation générale des activités du Groupe .....	13
3.1.2.1	Pôles Transport et Logistique pétrolière.....	14
3.1.2.2	Pôle Communication.....	14
3.1.2.3	Pôle Industrie .....	15
3.2	<b>Présentation de Compagnie du Cambodge .....</b>	<b>16</b>
3.2.1	Présentation de la Société.....	16
3.2.2	Historique de la société .....	16
3.2.3	Analyse historique des comptes sociaux de Compagnie du Cambodge.....	17
3.2.3.1	Evolution des résultats de la société.....	17
3.2.3.2	Evolution de la situation bilancielle .....	18
3.2.4	Analyse historique des bilans consolidés de Compagnie du Cambodge .....	19
3.2.5	Organigramme simplifié de Compagnie du Cambodge au 20 décembre 2024.....	21
<b>4 </b>	<b>TRAVAUX D'EVALUATION .....</b>	<b>22</b>
4.1	<b>Opérations connexes .....</b>	<b>22</b>
4.2	<b>Problématique posée par la valorisation de boucles d'autodétention .....</b>	<b>22</b>
4.2.1	Problématique .....	22
4.2.2	Exemples d'approches utilisées pour valoriser les boucles au sein du Groupe Bolloré .....	23
4.2.2.1	Etablissement des comptes consolidés .....	23
4.2.2.2	Offre publique d'achat simplifiée de 2023 .....	23
4.2.2.3	Retrait obligatoire de la société Plantations des Terres Rouges SA par Bolloré SA .....	24
4.2.3	Conclusion sur les méthodes d'évaluations applicables aux boucles d'autodétention .....	24
4.3	<b>Méthodes ou références non retenues.....</b>	<b>25</b>
4.3.1	Actif net comptable consolidé.....	25
4.3.2	Approches analogiques .....	25
4.3.3	Evaluation par la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie .....	25
4.3.4	Approche par référence au cours de bourse de Compagnie du Cambodge .....	26
4.4	<b>Critères et méthodes retenus.....</b>	<b>27</b>
4.4.1	Actualisation des flux de dividendes .....	27
4.4.2	Actif net réévalué de Compagnie du Cambodge : approche n°1 .....	28

4.4.2.1	Méthodologie mise en œuvre .....	28
4.4.2.2	Analyse du cours de bourse Bolloré SE .....	29
4.4.2.3	Evolution du cours de l'action Bolloré SE .....	30
4.4.2.4	Objectifs de cours des analystes .....	31
4.4.2.5	Evolution de l'objectif de cours moyen et des recommandations des analystes .....	32
4.4.2.6	Opérations récentes sur le capital .....	32
4.4.2.7	Relation entre la capitalisation boursière de Bolloré SE et son actif net réévalué .....	32
4.4.2.8	Mise en œuvre de l'approche de valeur .....	33
4.4.3	Actif net réévalué de Compagnie du Cambodge : approche n°2 .....	34
4.4.3.1	Méthodologie mise en œuvre .....	34
4.4.3.2	Taux d'actualisation appliqué aux dividendes théoriques perçus .....	36
4.4.3.3	Limites du modèle « à tours » proposé .....	36
4.4.3.4	Résultats de l'approche de valeur .....	37
4.4.3.5	Sensibilité de la valeur aux paramètres du modèle .....	37
4.4.4	Synthèse des résultats .....	38
<b>4.5</b>	<b>Référence retenue pour l'appréciation de la parité d'échange en actions UMG .....</b>	<b>38</b>
4.5.1	Cours de Bourse d'UMG .....	38
4.5.2	Objectifs de cours des analystes .....	40
4.5.3	Evolution de l'objectif de cours moyen des analystes .....	40
4.5.4	Conclusion .....	40
<b>5 </b>	<b>ANALYSE DES TRAVAUX DES ÉVALUATEURS .....</b>	<b>41</b>
<b>5.1</b>	<b>Comparaison des méthodes et des références d'évaluation écartées .....</b>	<b>41</b>
5.1.1	Actif net comptable .....	41
5.1.2	Référence à une opération significative sur le capital de la Société .....	41
5.1.3	Actualisation de flux de trésorerie (pour évaluer la Société) .....	41
5.1.4	Approches analogiques (pour évaluer la Société) .....	41
<b>5.2</b>	<b>Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif .....</b>	<b>42</b>
5.2.1	Actualisation de dividendes .....	42
<b>5.3</b>	<b>Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal .....</b>	<b>42</b>
5.3.1	Référence au cours de bourse .....	42
5.3.2	Actif net réévalué de Compagnie du Cambodge .....	42
5.3.2.1	Approches de l'ANR développée par les Banques .....	42
5.3.2.2	Trésorerie nette et ANR « propre » de Compagnie du Cambodge .....	43
5.3.2.3	Valeur de la participation dans IER .....	43
5.3.2.4	Décotes appliquées .....	43
<b>6 </b>	<b>REPONSE AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES .....</b>	<b>45</b>
<b>6.1</b>	<b>Synthèse des observations transmises par les actionnaires minoritaires .....</b>	<b>45</b>
<b>6.2</b>	<b>Réponse aux observations des actionnaires minoritaires .....</b>	<b>46</b>
6.2.1	Sur l'utilisation du cours de bourse Bolloré SE comme référence de valeur .....	46
6.2.2	Sur l'utilisation d'une somme des parties pour évaluer Bolloré SE .....	46
6.2.3	Sur l'utilisation de son actif net comptable consolidé pour évaluer Bolloré SE .....	47
6.2.4	Sur la simplification du Groupe Bolloré .....	47
6.2.5	Sur l'application de décotes dans un contexte de retrait obligatoire .....	47
6.2.5.1	Sur l'application de décotes à l'ANR de la société évaluée .....	47
6.2.5.2	Sur l'existence d'une décote de conglomérat dans le cours de bourse de Vivendi .....	48
6.2.6	Sur la liquidité des titres Compagnie du Cambodge .....	48
6.2.7	Sur la référence aux opérations récentes .....	49
6.2.8	Sur l'opportunité de l'ajout d'une branche d'échange en titres Bolloré SE .....	49
6.2.9	Sur les approches de valeur proposées par les actionnaires minoritaires .....	49

<b>7  CONCLUSION .....</b>	<b>51</b>
<b>8  ANNEXES .....</b>	<b>53</b>
<b>8.1 Lettre de mission .....</b>	<b>53</b>
<b>8.2 Approche de valeur de Bolloré SE.....</b>	<b>60</b>
8.2.1 Analyse historique des comptes consolidés de Bolloré SE .....	60
8.2.1.1 Evolution des résultats de la société.....	60
8.2.1.2 Evolution de la situation bilancielle .....	62
8.2.2 Somme des parties Bolloré SE .....	64
8.2.2.1 Méthodologie mise en œuvre .....	64
8.2.2.2 Eléments de passage Bolloré SE, hors Vivendi :.....	65
8.2.2.3 Evaluation de la division Blue Solutions.....	65
8.2.2.4 Evaluation de la division Bolloré Energy .....	66
8.2.2.5 Evaluation de la division Films .....	67
8.2.2.6 Evaluation de la division Systems (hors IER).....	68
8.2.2.7 Réévaluation des participations cotées à partir de leur cours de bourse .....	69
8.2.2.8 Synthèse des résultats .....	72
8.2.2.9 Frais de holding.....	72
<b>8.3 Approche de valeur de la société IER.....</b>	<b>73</b>
8.3.1 Business Plan .....	73
8.3.2 Approche par la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie.....	73
8.3.2.1 Taux d'actualisation : .....	73
8.3.2.2 Résultats de l'approche d'évaluation : .....	73
8.3.3 Approche par la méthode des multiples de sociétés cotées comparables .....	74
<b>8.4 Taux d'actualisation Bolloré SE .....</b>	<b>75</b>
<b>8.5 Lettre d'affirmation .....</b>	<b>77</b>

# 1 | CONTEXTE DE L'OPERATION

La société Bolloré SE (ci-après « **Bolloré SE** » ou l' « **Initiateur** ») a déposé le 13 septembre 2024, une offre publique de retrait sur trois sociétés holding du groupe Bolloré (ci-après le « **Groupe Bolloré** » ou le « **Groupe** ») issues du rachat à la fin des années 1990 du Groupe Rivaud et qu'elle contrôle, directement et indirectement, seul ou de concert avec d'autres entités du Groupe Bolloré : Compagnie du Cambodge (ci-après « **Compagnie du Cambodge** » ou la « **Société** »), Financière Moncey et Société Industrielle et Financière de l'Artois (ensemble, les « **Rivaud** »). Préalablement au dépôt de ces offres, le Groupe Bolloré a annoncé le 10 juillet 2024 les projets de fusions-absorptions de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard par Compagnie du Cambodge, d'une part, et de Compagnie des Tramways de Rouen par Financière Moncey, d'autre part.

Ces offres publiques de retrait s'inscrivent dans le cadre de mesures de rationalisation et de simplification des structures du Groupe Bolloré visant à réduire ses coûts de gestion administrative et fonctionnelle induits par les obligations législatives et réglementaires attachées aux sociétés cotées, parmi lesquelles certaines opérations ont été réalisées à la date des présentes<sup>1</sup>.

S'agissant plus particulièrement de Compagnie du Cambodge, l'offre publique alternative initiale, telle qu'annoncée par Bolloré SE le 12 septembre 2024, proposait (i) une branche numéraire offrant un prix de 93 € par action Compagnie du Cambodge et/ou (ii) une branche titres offrant 4,07 actions UMG pour une action Compagnie du Cambodge, et visait le retrait obligatoire de Compagnie du Cambodge. Compte tenu de la détention par Bolloré SE, directement et indirectement, seul ou de concert de plus de 90% du capital et des droits de vote préalablement à l'offre, le retrait obligatoire serait automatiquement mis en œuvre sous réserve de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l' « **AMF** ») comme le montre la composition de l'actionnariat ci-dessous :

Compagnie du Cambodge	Actionnariat au 23 décembre 2024	
	# actions	% actions
Bolloré SE	5 596 400	9,2%
Plantations des Terres Rouges	34 796 400	57,3%
Compagnie des Glénans	12 344 600	20,3%
Socfrance	4 482 280	7,4%
Financière du Champ de Mars SA	2 798 700	4,6%
Socarfi	440	0,0%
<b>S/T Groupe Bolloré</b>	<b>60 018 820</b>	<b>98,9%</b>
Bolloré Participations SE	6 920	0,0%
Public	683 150	1,1%
<b>Total</b>	<b>60 708 890</b>	<b>100,0%</b>

Cette offre a fait l'objet d'un dépôt d'une note en réponse en date du 10 octobre 2024.

Le 25 octobre 2024, l'AMF a publié une décision indiquant son opposition à la nomination du cabinet Accuracy en tant qu'expert indépendant entraînant la nomination d'un autre expert et la publication d'une nouvelle note en réponse.

Dans ce contexte, l'Initiateur a annoncé le 23 décembre 2024 un rehaussement des termes financiers de l'offre initiale pour les trois sociétés visées par l'offre de retrait. Ainsi, la présente offre publique de retrait (ci-après l' « **Offre** ») propose (i) une branche numéraire offrant un prix de 110 € par action Compagnie du Cambodge (ci-après le « **Prix d'Offre** ») et/ou (ii) une branche titres offrant 4,69 actions Universal Music Group N.V. (ci-après « **UMG** ») pour une action Compagnie du Cambodge (ci-après la « **Parité d'Echange** »), qui sera suivie d'un retrait obligatoire

<sup>1</sup> Fusion-absorption de Compagnie de Cornouaille par Bolloré SE intervenue le 17 juillet 2024, fusion-absorption de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard par Compagnie du Cambodge intervenue le 31 octobre 2024, fusion-absorption de Compagnie des Tramways de Rouen par Financière Moncey intervenue le 1<sup>er</sup> novembre 2024

dans un délai maximal de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, à un prix par action égal au Prix d'Offre (i.e. exclusivement en numéraire) qui entraînerait la radiation de la cote des actions Compagnie du Cambodge.

S'agissant des intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir, outre la mise en œuvre du retrait obligatoire, ce dernier ne prévoit ni de modifier la stratégie de la Société ni, en l'absence de salarié chez Compagnie du Cambodge, sa politique en matière d'emploi. La composition des organes de direction de la Société serait modifiée afin qu'elle corresponde à celle d'une société non cotée. L'Initiateur n'envisage pas non plus la fusion de la Société mais indique qu'il se réserve, sans qu'aucune décision ne soit prise à ce jour, la possibilité d'étudier d'éventuelles opérations de fusion avec d'autres entités de Groupe Bolloré, de modification de la forme sociale ou d'éventuels transferts d'actifs.

Toutefois, il nous a été affirmé par Compagnie du Cambodge dans la lettre figurant en Annexe 8.5 des présentes, qu'aucune simplification notable des boucles d'autocontrôle n'était envisagée.

S'agissant de la politique de distribution de dividendes, l'Initiateur indique qu'il se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société en fonction de sa capacité distributive et de ses besoins de financement.

Enfin, l'Initiateur ne prévoit aucune synergie hormis celles liées aux économies de coûts résultant du retrait de cote.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 18 novembre 2024 par le Conseil de surveillance de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable de la rémunération proposée dans le cadre des offres initiées par Bolloré SE, dont celle visant Compagnie du Cambodge.

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1<sup>er</sup>, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où la société visée est déjà contrôlée avant le lancement de l'opération par l'initiateur de l'offre ;
- le paragraphe I, alinéa 4°, dans la mesure où il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ;
- le paragraphe II, dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé dans le cadre de l'Offre.

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

# 2 | PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

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

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

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
oct-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Ivalis	RGIS	Invest Securities
déc-21	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Visiodent	Groupe Visiodent & Hivista	Portzamparc
janv-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	SMTPC	Eiffage & Vinci Concessions	Portzamparc
mars-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Groupe Open	New Go	Oddo BHF
oct-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Groupe IRD	IRD et Associés	Degroof Petercam
nov-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Oncodesign	Cancer Buster Bidco	Société Générale
oct-23	Offre Publique d'Achat Simplifiée	PCAS	Seqens	Portzamparc
nov-23	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Boiron	Boiron Développement	Bryan Garnier, BNP Paribas & CM-CIC
mai-24	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	MND	L&M Infra	Gilbert Dupont
juin-24	Offre Publique de Rachat d'Actions	IDSUD	n/a	Banque Hottinguer
oct-24	Offre Publique d'Achat Simplifiée	IDSUD	Manandier	Banque Hottinguer

## 2.2 Déclaration d'indépendance

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

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois. .

Nous précisons que BM&A a réalisé depuis 2022 des missions pour deux filiales de Vivendi SE :

- Gameloft, pour des prestations d'accompagnement comptable (réalisée par un sous-traitant depuis plus d'un an) ; et
- Havas, pour des prestations de doctrine IFRS et d'EPM & BI, i.e. implémentation d'outils de gestion et de consolidation.

Compte tenu (i) de la nature des prestations qui ne constituent pas des missions d'évaluation, (ii) de l'identité des intervenants sur ces missions dont les associés et équipes sont différents de ceux intervenus dans le cadre des Offres, (iii) des entités concernées, qui sont des sous-filiales de Vivendi SE, et (iv) du montant de facturation qui est globalement inférieur à 1% du chiffre d'affaires annuel du cabinet, nous ne considérons pas que ces missions soient susceptibles d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission dans le cadre des Offres.

Par ailleurs, il est précisé que BM&A est intervenu en tant qu'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS suivie d'un retrait obligatoire de la société Blue Solutions initiée par Bolloré SE en mai 2020.

## 2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de l'opération, prise dans son ensemble pour les trois offres de retrait s'élève à un total de 300 000 € hors taxes et débours, soit 100 k€ pour chaque Offre.

## 2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission a été réalisée par Pierre Béal, associé et Stéphane Marande, directeur exécutif, Bastien Casanovas, manager, et Christopher Roussillon, chef de mission. Ils ont été assistés par Emanuel Goy, Léa Saint-Sauveur et Lise Atzenhoffer.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application AMF DOC-2006-08 du 28 septembre 2006 et de la recommandation AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, toutes deux modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de notre possible nomination en tant qu'expert indépendant le 25 octobre 2024. À la suite la décision de non-opposition à notre désignation rendue le 15 novembre 2024 par l'AMF, nous avons été nommés en qualité d'expert indépendant<sup>2</sup> le 18 novembre 2024, date à laquelle nous avons commencé nos travaux qui se sont achevés le 17 janvier 2025, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

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

- Groupe Bolloré – Management :
  - Cyrille Bolloré, Président-directeur général ;
  - Cedric de Bailliencourt, Vice-Président et Directeur Financier ;
  - Fabricio Protti, Directeur Général adjoint ;
  - Juliette Laquerriere-Talaga, Directrice financière adjointe ;
  - Caroline Descaves-Garcia, Directrice financière adjointe ;
  - Adrien Oost, Directeur juridique ;
  - Emmanuel Fossorier, Directeur communication financière.
  
- Natixis Partners – Banquier évaluateur :
  - Georges Chabenne, Managing Director ;
  - Alvin Philippe, Managing Director ;
  - Rémi Chanceaulme, M&A Associate.
  
- Société Générale CIB – Banquier évaluateur :
  - Fabien Parpex, Managing Director M&A ;
  - Olivier Biraud, Senior Banker ;
  - Arnaud Girard M&A Vice President.

---

<sup>2</sup> Dans le cadre de trois Offres de retrait.

- Bompoint – Conseil de l’Initiateur
  - Dominique Bompoint, Avocat ;
  - Lionel Simonet, Avocat ;
  - Vincent Ramonéda, Avocat.
  
- Autorité des marchés financiers
  - Charles Descamps, Directeur de Division - Direction des émetteurs ;
  - Guillaume Jan, Direction des Emetteurs (Offres Publiques) ;
  - Olivier Gayral, analyste financier, Direction des Emetteurs (Industrie/ immobilier/BTP/ biotechnologie/ matériaux de base/ biens de consommation).
  
- Actionnaires minoritaires :
  - Les conseils de l’Initiateur nous ont transmis 11 courriels et un courrier envoyés par des actionnaires minoritaires du Groupe, au précédent Expert Indépendant et/ou à l’AMF ;
  - Parmi ces actionnaires minoritaires, une dizaine nous ont également adressés leurs observations ;
  - Nous avons également rencontré les actionnaires minoritaires qui en ont fait la demande lors d’une réunion organisée par nos soins le vendredi 6 décembre 2024 au cours de laquelle ils ont pu nous faire part directement de leurs observations.

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

- i) la présentation de l’opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description des différentes activités du Groupe et de ses marchés,
- iii) l’organisation du Groupe, de sa structure juridique et évolution de celle-ci ;
- iv) l’impact des boucles d’autocontrôle sur la situation actionnariale et fiscale des sociétés du Groupe.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l’activité et de l’historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l’Offre et la documentation y afférente (rapport d’évaluation des banques et de l’Expert) ;
- iii) analyser les comptes sociaux historiques de la Société pour étudier l’évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les comptes consolidés de Bolloré SE pour comprendre les fondements sur lesquels reposent le calcul de son actif net comptable consolidé afin de mettre en œuvre une approche de valeur par la somme des parties ;
- v) analyser les données financières prévisionnelles produites par le management du Groupe concernant les différentes activités de Bolloré SE hors sociétés cotées ;

- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce et analyser la sensibilité des valeurs aux variations des hypothèses structurantes ;
- vii) étudier les travaux d'évaluation mis en œuvre par les banques présentatrices afin de réaliser leur analyse ;
- viii) analyser et prendre en compte dans nos analyses les observations des actionnaires minoritaires que nous avons jugées pertinentes ;
- ix) rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Nos travaux se sont essentiellement appuyés sur les documents suivants :

- le projet de note d'information relative à l'Offre ;
- le rapport d'évaluation établi par les Banques ;
- les structures actionnariales de 67 entités juridiques et liste des participations de 37 sociétés holding composant l'organigramme du Groupe Bolloré. Les données ont été transmises au 31 décembre 2023 et au 30 juin 2024, avant la prise en compte des impacts des fusions pour les entités concernées ;
- les comptes à fin octobre de Compagnie du Cambodge et Financière Moncey ;
- les plans d'affaires élaborés par le management pour les activités Bolloré Energy (période 2024-2050), Films (période 2024-2028), Systèmes (période 2024-2028, incluant IER) et Blue (période 2024-2040) ;
- les comptes consolidés au 31 décembre 2023 et au 30 juin 2024 pour Bolloré SE, Compagnie de l'Odet, Compagnie du Cambodge, Financière Moncey et Société Industrielle et Financière de l'Artois ;
- les comptes sociaux et consolidés des différentes entités du Groupe Bolloré au titre des exercices clos en 2021, 2022, 2023 et au 30 juin 2024 ;
- les dividendes versés au cours des trois derniers exercices par Bolloré SE, Compagnie du Cambodge, Société Industrielle et Financière de l'Artois, Financière Moncey, Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard, Compagnie des Tramways de Rouen et Compagnie de l'Odet, ainsi que par d'autres holdings et filiales du Groupe ;
- le plan d'attribution d'actions gratuites Bolloré SE en date du 14 mars 2024 ;
- le document recensant les transactions réalisées entre le 29 juin 2022 et le 30 novembre 2023 sur le capital des entités du Groupe, initiées par d'autres entités du Groupe ;
- le document récapitulant les transactions effectuées en 2024 sur le capital de Compagnie de l'Odet, Bolloré SE et Rubis, avant l'annonce de l'Offre ;
- les valeurs nettes comptables au 31 décembre 2023 et au 30 juin 2024 des autres actifs hors exploitation de Bolloré SE (vignes, oliveraies, actifs immobiliers, holdings et participations non cotées)
- les éléments de position financière du Groupe (hors Vivendi) au 30 juin 2024 ;
- les données sur l'endettement net au 30 juin 2024 pour plusieurs entités du Groupe ;
- les frais de holdings estimés pour le Groupe ;
- le détail des intérêts minoritaires au niveau Bolloré SE, hors Vivendi ;
- les nombres d'actions détenus par Bolloré SE dans Canal+, Havas et Louis Hachette Group à la suite de l'introduction en bourse de ces trois entités ;

- le modèle estimatif de l'impôt sur les sociétés applicable aux sociétés participant aux boucles d'autodétention.

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Refinitiv Workspace<sup>3</sup> de LSEG et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

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

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

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

---

<sup>3</sup> Ex Thomson-Reuters.

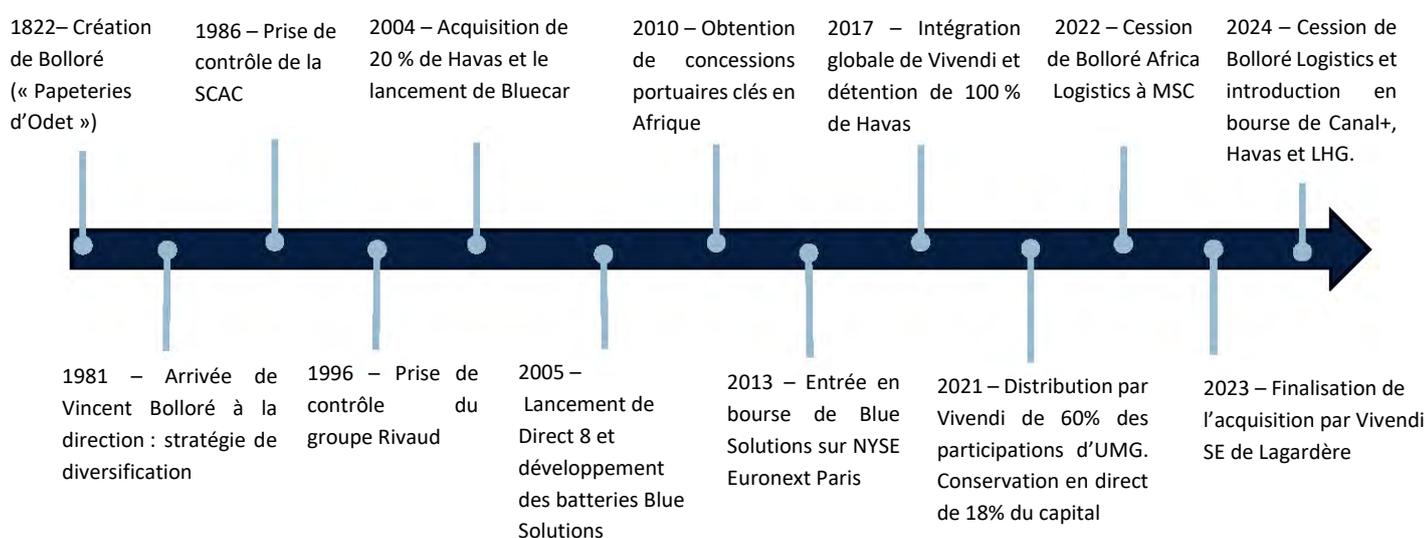
# 3 | PRESENTATION DE LA SOCIETE

## 3.1 Présentation du Groupe Bolloré

Fondé il y a plus de 200 ans en Bretagne, Bolloré est un groupe diversifié opérant principalement dans trois secteurs : la logistique pétrolière, la communication et les activités industrielles, avec une présence mondiale dans 91 pays sur les 5 continents. En 2023 le Groupe employait 76 000 collaborateurs.

Le Groupe est contrôlé par la famille Bolloré, qui en détient une part majoritaire à travers de nombreuses sociétés holdings cotées et non cotées.

### 3.1.1 Historique du Groupe



La société Bolloré est fondée en 1822 sous le nom des Papeteries d'Odet en Bretagne. Cette entreprise familiale industrielle se spécialise initialement dans la fabrication de papiers de haute qualité, notamment des papiers fins et du papier à cigarettes.

En 1981, sous la direction de Vincent Bolloré, l'entreprise amorce une stratégie de diversification en se tournant tout d'abord vers les films plastique ultrafins puis vers le secteur de la logistique et des médias.

En 1986, le Groupe Bolloré acquiert la SCAC puis Delmas-Vieljeux en 1991, marquant une entrée majeure dans le secteur du transport maritime et de la logistique.

En 1996 et après une série d'acquisitions, le Groupe Bolloré prend le contrôle du groupe Rivaud. L'acquisition des parts détenues par Édouard de Ribes dans la Société Bordelaise Africaine (SBA), l'une des trois clefs de voûte du groupe, constitue le point culminant de cette prise de contrôle. Les deux autres piliers du groupe Rivaud étaient Socfin et Plantations des Terres Rouges SA (PTR). Cette opération permet au Groupe Bolloré de prendre le contrôle d'un groupe diversifié.

À la suite de la prise de contrôle par Bolloré, les actifs clés de Rivaud ont été progressivement intégrés dans les différentes branches du Groupe Bolloré, qui a restructuré ses activités autour de la logistique (transport et énergie), des médias et de l'industrie.

En 2004, le Groupe Bolloré acquiert 20 % de Havas, marquant son entrée dans le secteur des médias et de la communication, et lance le projet de voiture électrique Bluecar, intégrant la technologie de batteries LMP<sup>4</sup>.

En 2005, il lance Direct 8, la première chaîne TNT du Groupe, et investit dans les batteries à destination des secteurs du transport et du stockage d'énergie avec la société Blue Solutions.

En 2010, il obtient le contrat Autolib' pour un service d'autopartage électrique en région parisienne et remporte des concessions portuaires en Afrique.

En 2013, Blue Solutions est introduite en bourse sur Euronext Paris, consolidant l'engagement du Groupe dans la transition énergétique. La même année, Plantations des Terres Rouges SA est retirée de la cote à la suite d'une Offre Publique de Retrait.

En 2017, le Groupe finalise l'intégration complète de Vivendi, renforçant sa position dans la communication et les médias, et achève l'acquisition totale de Havas (via Vivendi).

En 2020, Blue Solutions est retirée de la cote à la suite d'une Offre publique d'achat simplifiée.

En 2021, Vivendi cède 30 % de sa participation dans UMG et distribue à ses actionnaires 60 % d'en amont de l'introduction en bourse sur Euronext Amsterdam. Vivendi conserve que 10% du capital d'UMG et Bolloré en reçoit 18 % dans le cadre de cette distribution. En novembre de la même année, Vivendi annonce avoir conclu un accord pour acquérir les parts d'Amber Capital dans Lagardère. Cette transaction entraîne le dépassement du seuil de 30 % du capital et des droits de vote de Lagardère, déclenchant ainsi le lancement d'une offre publique obligatoire.

En 2022, le Groupe cède Bolloré Africa Logistics à MSC pour 5,7 milliards d'euros. En mai de la même année, Vivendi annonce avoir franchi le seuil de 55 % du capital de Lagardère à la suite de son offre publique d'achat sur le groupe.

En décembre 2023, le Groupe annonce un projet de scission de Vivendi à travers trois introductions en bourse : Canal + à Londres, Havas à Amsterdam et Louis Hachette Group à Paris, nouvel actionnaire majoritaire direct de Lagardère.

En février 2024, Bolloré Logistics est cédée à CMA CGM pour 4,85 milliards d'euros. Cette cession renforce les capacités financières du Groupe, qui prévoit de réinvestir dans ses activités existantes ou dans de nouveaux secteurs, tout en maintenant une structure capitalistique familiale.

En décembre 2024, après un vote en Assemblée Générale largement majoritaire approuvant le projet de scission, les introductions en bourse de Canal +, Havas et Louis Hachette Group sont réalisées.

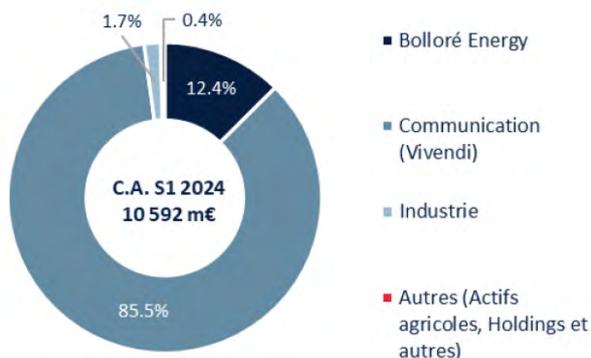
### **3.1.2 Présentation générale des activités du Groupe**

Le Groupe Bolloré s'appuie sur une stratégie de diversification de ses activités, il est présent notamment dans les secteurs de la Logistique pétrolière, de la Communication et de l'Industrie, qu'il souhaite développer et renforcer à la suite des cessions de l'activité portuaire et logistique en Afrique au Groupe MSC en décembre 2022, et de l'activité de commission de transport et logistique internationale (Bolloré Logistics) à CMA-CGM en février 2024.

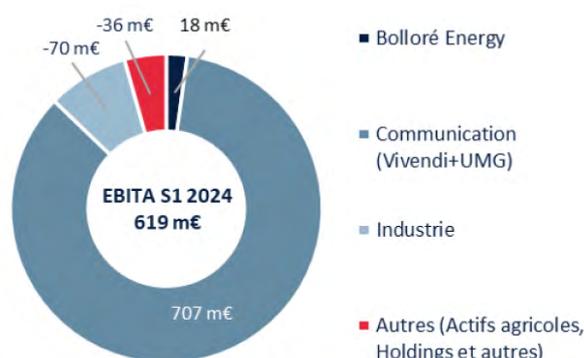
---

<sup>4</sup> Lithium-métal-polymère.

Répartition du chiffre d'affaires par activité



Répartition de l'EBITA par activité



### 3.1.2.1 Pôles Transport et Logistique pétrolière

Le pôle Logistique Pétrolière, principalement représenté par Bolloré Energy, regroupe les activités de logistique et de distribution de produits pétroliers en France, en Suisse et en Allemagne. En 2023, Bolloré Energy a poursuivi sa stratégie d'investissement et de développement avec l'acquisition, en juillet, de Sicarbu Ouest qui a renforcé sa présence dans le secteur agricole. En novembre 2023, le Groupe a signé un partenariat stratégique avec Neste pour la vente et la distribution en France du biocarburant Neste MY Renewable Diesel™ (HVO100), produit à partir d'huiles usagées.

### 3.1.2.2 Pôle Communication

En 2023, à la suite de la cession de Bolloré Africa Logistics et de Bolloré Logistics (finalisée en 2024), le secteur Communication représente une part essentielle des activités du Groupe. Ce secteur, qui regroupe 95 % des effectifs du Groupe, contribue à 86 % du chiffre d'affaires de Bolloré SE (hors Universal Music Group).

Structuré autour de deux entités opérationnelles majeures, Vivendi SE et Universal Music Group, ce pôle constitue le principal levier de croissance et d'innovation de Bolloré dans les domaines des médias et du divertissement.

#### Présentation de Vivendi et de ses activités :

Vivendi SE est un groupe français de dimension internationale, spécialisé dans les médias, les contenus et la communication et détenu à hauteur de 29,9% seule ou de concert par Bolloré SE (29,3 % directement par Bolloré SE à la suite de l'absorption de Compagnie de Cornouaille, et 0,6% via Compagnie de l'Odet).

En décembre 2023, Vivendi a lancé l'étude d'un projet de scission sur ses filiales Canal+, Havas et Louis Hachette Group, une société regroupant la participation dans Lagardère et Prisma Média, qui deviendraient des entités indépendantes cotées en Bourse.

Ce projet de scission a été approuvé par les actionnaires le lundi 9 décembre 2024. Les introductions en bourse de Canal+ au London Stock Exchange, de Havas sur Euronext Amsterdam et de Louis Hachette Group sur Euronext Growth à Paris ont été réalisées le 16 décembre 2024. De son côté, Vivendi reste cotée sur Euronext Paris.

Les activités issues du groupe Vivendi sont articulées autour de plusieurs pôles stratégiques, dont les principaux sont :

- **Groupe Canal+** : Autrefois chaîne de télévision à péage et société de production audiovisuelle principalement française, l'entreprise est devenue un groupe audiovisuel mondial présent dans plus de 50 pays et approchant les 26,4 millions d'abonnés dans le monde, dont 16,6 millions à l'international.
- **Havas** : Leader dans la communication, le marketing et le conseil, Havas exerce ses activités dans plus de 100 pays et emploie plus de 23 000 collaborateurs.

- **Groupe Lagardère** : Détenu par Vivendi SE depuis l'OPA lancée en 2022, et désormais par Louis Hachette Group, le groupe est présent dans l'édition (avec notamment l'éditeur Hachette) et le commerce en zone de transport (comme le magasin Relay).
- **Prisma Media** : Actuel leader de la presse magazine et des médias en France, le groupe, présent principalement sur le secteur grand public et souhaitant se développer et renforcer dans les secteurs du luxe, de la mode et du style, détient de nombreuses marques telles que Femme actuelle, Capital, télé-Loisirs et plus récemment Harper's Bazaar ou Côté Maison. . Son actionnaire direct, qui en détient l'intégralité du capital, est désormais Louis Hachette Group.
- **Gameloft** : Entreprise de développement et d'édition de jeux vidéo, Gameloft conservée en direct par Vivendi, détient un portefeuille de plus de 120 jeux vidéo.

#### **Universal Music Group :**

Universal Music Group est détenu à 18,5 % directement par Bolloré SE (dont 18,01 % à la suite de la fusion-absorption de Compagnie de Cornouaille en juillet 2024), à 0,3 % par Compagnie de l'Odet et à 9,9 % par Vivendi.

Le groupe est un acteur de premier plan dans l'industrie du divertissement musical à l'échelle mondiale, avec une implantation dans plus de 60 pays. Il possède un catalogue de titres et d'enregistrements structuré autour de trois domaines principaux : la musique enregistrée, l'édition musicale et le merchandising.

#### **3.1.2.3 Pôle Industrie**

Les activités industrielles du Groupe sont rassemblées autour des entités Blue (ex-division Bretagne), Films et Systèmes.

- **La division Blue** regroupe les activités de mobilité électrique du Groupe, comprenant notamment Blue Solutions, Bluebus et Bluestorage. Blue Solutions, en tant que fournisseur de batteries, alimente à la fois des constructeurs partenaires et Bluebus. La division travaille à une nouvelle génération de batteries afin de répondre à la demande croissante en solutions de mobilité électrique.
- **La division Films (Bolloré Innovative Thin Films)** se positionne parmi les leaders mondiaux dans la production de films diélectriques pour condensateurs et de films thermo-rétractables recyclables destinés aux emballages spéciaux. L'entreprise s'appuie sur deux sites industriels en France et une unité de transformation située aux États-Unis, lui permettant de produire annuellement 20 000 tonnes de films. Grâce à cette capacité, elle exporte ses produits vers plus de 60 pays à travers le monde.
- **La division Systèmes** du Groupe Bolloré propose une offre intégrée d'optimisation des flux, articulée autour de trois pôles d'expertise complémentaires : Le pôle Technology, avec notamment l'entreprise IER, acteur des systèmes d'accès piéton et sur des projets d'intégration de systèmes de contrôle des flux passagers dans les gares et les aéroports. Le pôle Smart Mobility concentre son activité sur l'élaboration de plateformes dédiées à la conception et à la gestion de villes connectées, contribuant ainsi à l'émergence de solutions urbaines intelligentes et durables. Enfin, le pôle Solutions se focalise sur la conception de solutions innovantes connectées, permettant une gestion optimisée des données et le développement d'offres adaptées aux enjeux contemporains de la mobilité et de la gestion des flux. Cette structure tripartite permet à la division Systèmes de proposer un écosystème complet et cohérent, répondant aux défis actuels et futurs de l'optimisation des flux de personnes, de matériels et de données.

En mars 2023, Blue Solutions, Bluebus et Forsee Power ont annoncé la signature d'un protocole d'accord et ambitionnent de développer plusieurs nouvelles générations de cellules « tout solide » (i.e. des batteries) d'ici 2028.

De son côté, Bolloré Innovative Thin Films poursuit son développement stratégique en se concentrant sur des segments de marché à haut potentiel. L'entreprise répond à la demande croissante de films industriels ultrafins diélectriques, essentiels à l'optimisation des réseaux électriques et à l'équipement des véhicules électriques, ainsi

que de films réticulés haut de gamme, notamment pour l'industrie agroalimentaire. Pour soutenir cette expansion, la société a élaboré un programme d'investissement d'environ 30 millions d'euros, réparti sur deux ans, dans ses deux sites de production en Bretagne. Cette initiative vise à renforcer sa position sur ces marchés en pleine croissance et à consolider son offre de produits à forte valeur ajoutée.

## 3.2 Présentation de Compagnie du Cambodge

### 3.2.1 Présentation de la Société

Créée en 1922, Compagnie du Cambodge est une holding financière, filiale du Groupe Bolloré, cotée sur le compartiment A de la bourse de Paris (code ISIN : FR0000079659 devenu FR001400SUB7 depuis la division du nominal votée le 21 octobre 2024). Elle est dédiée à la gestion d'un portefeuille de titres et au placement de liquidités. Elle détient notamment des participations dans des filiales opérationnelles (avec 47,6 % dans IER) et des participations dans d'autres sociétés holdings (dont, notamment, 12,3 % dans Socfin, 6,8 % dans Socfinaf, 5,1 % dans Socfinasia, 19,1 % dans Compagnie de l'Odet, 23,3 % dans Financière V, 63,7 % dans Financière Moncey, 7,4 % dans Société Industrielle et Financière de l'Artois, 64,6 % dans La Forestière Equatoriale, 10% dans Plantations des Terres Rouges SA et 18,4 % dans SocFrance). Au 31 décembre 2023, la société présentait un résultat financier consolidé de 43,6 m€ et un résultat net de 33,3 m€.

### 3.2.2 Historique de la société

Compagnie du Cambodge fait partie des cinq entreprises françaises ayant historiquement été un acteur de l'hévéaculture et de la production de caoutchouc au Cambodge. Désormais, en tant que société holding, elle détient des participations dans diverses entités du Groupe Bolloré, dont certaines sont également cotées en bourse. Cette structure a rejoint la galaxie Bolloré à la fin des années 1990, lors de l'acquisition du groupe Rivaud.

Le groupe Rivaud comprenait un ensemble de holdings interconnectées possédant des milliers d'hectares de plantations d'hévéas et de palmiers à huile, ainsi que des participations industrielles variées, notamment dans la société IER (spécialisée dans la fabrication de bornes électriques et de dispositifs de gestion de billets de transport).

L'arrivée du Groupe Bolloré au capital du Groupe Rivaud remonte à 1988. En 1996, à la suite d'une crise majeure affectant le groupe Rivaud Vincent Bolloré prend la présidence de plusieurs entités clés, dont Société Industrielle et Financière de l'Artois et Financière Moncey.

Le Groupe Bolloré entame ensuite une restructuration afin de simplifier les différentes structures juridiques, optimiser les pôles d'activité et de renforcer son contrôle sur les filiales industrielles, avec notamment une offre publique d'achat par Compagnie du Cambodge sur Compagnie des Caoutchoucs de Padang et Mines de Kali Sainte-Thérèse.

Le patrimoine de Compagnie du Cambodge est aujourd'hui principalement constitué de participations permettant une détention indirecte d'actions Bolloré SE.

Le 10 juillet 2024 a été annoncé le projet de fusion par absorption de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard par Compagnie du Cambodge. Cette opération a été réalisée le 31 octobre 2024, après la publication du rapport du Commissaire à la fusion et son approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, le 21 octobre 2024. Préalablement à cette fusion, Compagnie du Cambodge a procédé à une division par 100 de la valeur nominale de ses actions.

Le rapport d'échange des actions (post-division du nominal) pour cette fusion est de 110 actions ordinaires de Compagnie du Cambodge pour 1 action ordinaire de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard.

En conséquence, le patrimoine de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard a été transféré intégralement à Compagnie du Cambodge. Les sociétés mères de l'entité absorbée deviennent actionnaires de la société absorbante, tandis que les filiales de la société absorbée sont intégrées comme filiales de Compagnie du Cambodge.

### 3.2.3 Analyse historique des comptes sociaux de Compagnie du Cambodge

Les comptes sociaux présentés ci-après ont été établis conformément aux normes comptables françaises (French GAAP), en application des dispositions du Plan Comptable Général (PCG). Nos analyses ont été arrêtées au 31 octobre 2024, soit postérieurement à l'absorption de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard. Compte tenu de la nature de la Société (société holding), nous avons privilégié l'analyse des comptes sociaux, utilisés pour mettre en œuvre la méthode de l'actif net réévalué (cf. §4.4 infra).

#### 3.2.3.1 Evolution des résultats de la société

Le compte de résultat social simplifié des exercices fiscaux à compter de 2019 est présenté ci-après :

Compagnie du Cambodge Compte de résultat (m€)	déc-19 Publié	déc-20 Publié	déc-21 Publié	déc-22 Publié	déc-23 Publié	oct-24 Non publié
<b>Chiffre d'affaires</b>	-	-	-	-	-	-
Autres produits	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
<b>Produits d'exploitation</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
Autres achats et charges externes	(1.0)	(0.9)	(0.9)	(0.8)	(1.0)	(1.0)
Impôts et taxes	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
Salaires et traitements	(0.1)	(0.1)	-	-	-	-
Charges sociales	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Autres charges	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>EBITDA</b>	<b>(1.4)</b>	<b>(1.4)</b>	<b>(0.8)</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(1.2)</b>	<b>(1.2)</b>
<b>Résultat d'exploitation / EBIT</b>	<b>(1.4)</b>	<b>(1.4)</b>	<b>(0.8)</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(1.2)</b>	<b>(1.2)</b>
Produits financiers de participations	62.5	145.8	92.2	98.1	85.1	17.8
Produits des autres VM et créances	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres intérêts et produits assimilés	3.6	3.6	3.7	3.1	24.2	23.2
Reprises financières sur provisions, transferts de charg	0.1	0.1	14.6	1.3	18.9	2.5
Dotations financières aux amortissements et provisor	(0.1)	(0.8)	(0.0)	(0.0)	(1.3)	(0.1)
Intérêts et charges assimilées	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(18.7)	(0.1)
<b>Résultat courant avant impôt</b>	<b>64.8</b>	<b>147.4</b>	<b>109.7</b>	<b>101.4</b>	<b>106.7</b>	<b>42.1</b>
Résultat exceptionnel	0.0	-	(14.1)	-	-	33.2
Impôts sur les bénéfices	(1.7)	(2.8)	(2.1)	(1.8)	(7.0)	(5.9)
<b>Résultat net</b>	<b>63.0</b>	<b>144.6</b>	<b>93.5</b>	<b>99.6</b>	<b>99.6</b>	<b>69.4</b>

Sources : Rapports annuels 2019 à 2023, Etat comptable intermédiaire au 31/10/2024 – Compagnie du Cambodge

Le compte de résultat social de Compagnie du Cambodge reflète son activité de holding, centrée sur la gestion de participations financières, sans contribution notable d'une exploitation commerciale directe.

Les produits d'exploitation, comprenant les jetons de présence reçus, demeurent faibles tout au long de la période.

L'Ebitda, similaire au résultat d'exploitation en l'absence d'amortissements, est systématiquement négatif, se situant dans une moyenne autour de -1,3 m€ sur toute la période. En 2023, il s'améliore très légèrement à -1,2 m€, notamment grâce à une réduction modérée de certaines charges fixes. Au 31 octobre 2024, l'Ebitda est légèrement inférieur de 18 k€ de celui enregistré en 2023.

Le résultat financier constitue la principale source de revenus pour Compagnie du Cambodge. Il est essentiellement composé de dividendes, auxquels s'ajoutent des produits et charges d'intérêts, bien que ces derniers soient peu significatifs en comparaison des premiers.

Entre 2019 et 2020, les dividendes perçus enregistrent une forte progression, passant de 62,5 m€ à 145,8 m€. À partir de 2021, cependant, un recul est observé, avec des dividendes perçus s'établissant à 92,1 m€ en 2021, 98,1 m€ en 2022 puis à 85,1 m€ en 2023. En 2021, la diminution des dividendes est principalement due à une réduction de la distribution effectuée par Compagnie de Pleuven, entraînant une baisse de -55 m€. Cette diminution a été partiellement compensée par une augmentation des dividendes versés par Compagnie de l'Odét, à hauteur de 2,5 m€. Une légère reprise est observée en 2022, avec une hausse des dividendes de 6,0 m€. Celle-ci s'explique par une augmentation des distributions de Socfinasia pour 2,1 m€, de Socfin pour 2,0 m€, et de Compagnie de l'Odét pour 0,8 m€. En 2023, la baisse des dividendes est principalement imputable à Compagnie de Pleuven, avec une diminution de 13,9 m€.

Les produits et charges d'intérêts sont stables de 2019 à 2021. En 2021, ils atteignent 3,7 m€, avant de diminuer légèrement en 2022 à 3,1 m€, en raison d'une baisse du taux d'intérêt au titre de la convention de trésorerie avec Bolloré SE. En 2023, une nette augmentation est observée, passant à 24,2 m€, due à une hausse de ce même taux d'intérêt.

Les reprises financières sur provisions connaissent des variations importantes à partir de 2021. En effet, sur cette année une forte augmentation est enregistrée, passant 0,1 m€ en 2020 à 14,6 m€ en 2021. Cette hausse est principalement liée à la reprise de 14,1 m€ après la liquidation de 885 045 titres Sofimap le 31 octobre 2021. En 2022, les reprises de provisions s'élèvent à 1 243 k€, principalement en raison d'une reprise de 1 100 k€ sur la dépréciation des titres Sofinaf. En 2023, une nouvelle augmentation des reprises de provisions a été constatée, principalement attribuable à des prêts irrécouvrables s'élevant à 17,4 m€. Ces prêts sont liés à la liquidation amiable de la société Socphipard, laquelle avait été fusionnée définitivement le 31 décembre 2016 par voie d'absorption par Compagnie du Cambodge. Par ailleurs, un montant supplémentaire de 1,2 m€ concerne d'autres créances financières irrécouvrables.

Le résultat courant avant impôts découle presque intégralement du résultat financier. Malgré les pertes d'exploitation, il atteint un maximum de 147,9 m€ en 2020 et s'établit à 107,0 m€ pour l'exercice 2023. Sur les 10 premiers mois de 2024, le résultat courant avant impôts s'élève à 42 m€.

Après avoir atteint 145 m€ en 2020, le résultat net s'établit à 100,0 m€ en 2023. Sur les 10 premiers mois de l'exercice 2024, il atteint à 69 m€.

### 3.2.3.2 Evolution de la situation bilancielle

Le bilan de Compagnie du Cambodge depuis l'exercice 2019 est présenté ci-après :

Compagnie du Cambodge Bilan - Actif (m€)	déc-19 Publié	déc-20 Publié	déc-21 Publié	déc-22 Publié	déc-23 Publié	oct-24 Non publié
Immobilisations financières	348.4	347.7	349.0	357.4	356.4	388.5
<b>Total des actifs non courants</b>	<b>348.4</b>	<b>347.7</b>	<b>349.0</b>	<b>357.4</b>	<b>356.4</b>	<b>388.5</b>
Créances	691.0	736.7	726.3	716.7	722.2	666.8
Créances état	-	-	0.6	0.2	-	-
Groupe et associés	690.9	736.5	725.7	716.5	722.2	666.8
<b>Actifs circulants</b>	<b>691.0</b>	<b>736.7</b>	<b>726.3</b>	<b>716.7</b>	<b>722.2</b>	<b>666.8</b>
Trésorerie et équivalents de trésorerie	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Charges constatées d'avance	-	-	-	-	-	0.0
<b>Total actif</b>	<b>1 039.4</b>	<b>1 084.4</b>	<b>1 075.4</b>	<b>1 074.2</b>	<b>1 078.7</b>	<b>1 055.4</b>

Sources : Rapports annuels 2019 à 2023, Etat comptable intermédiaire au 31/10/2024 – Compagnie du Cambodge

Le total des actifs non courants de Compagnie du Cambodge est composé uniquement d'immobilisations financières. Celles-ci sont relativement stables sur la période et sont composées en majorité de participations dans les sociétés du Groupe Bolloré. La valeur nette comptable des immobilisations inscrites au bilan social de Compagnie du Cambodge augmente à fin octobre 2024, essentiellement du fait de l'absorption de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard qui était elle-même détentrice de participations de structures appartenant au Groupe Bolloré.

Compagnie du Cambodge Bilan - Passif (m€)	déc-19 Publié	déc-20 Publié	déc-21 Publié	déc-22 Publié	déc-23 Publié	oct-24 Non publié
Capital social	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5	25.5
Primes d'émission	282.6	282.6	282.6	282.6	282.6	293.2
Réserves	55.8	55.8	55.8	55.8	55.8	55.8
Report à nouveau	609.5	571.8	615.7	608.4	607.3	606.6
<b>Résultat de l'exercice</b>	<b>63.0</b>	<b>144.6</b>	<b>93.5</b>	<b>99.6</b>	<b>100.0</b>	<b>69.4</b>
<b>Capitaux propres</b>	<b>1 034.5</b>	<b>1 078.3</b>	<b>1 071.1</b>	<b>1 070.0</b>	<b>1 069.2</b>	<b>1 050.5</b>
Provisions pour risques et charges	0.5	0.5	-	-	-	-
<b>Endettement financier</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Dettes fournisseurs	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Dettes fiscales et sociales	0.0	1.2	0.0	0.0	5.2	0.5
Autres dettes	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	4.2
<b>Passifs circulants</b>	<b>4.4</b>	<b>5.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>	<b>9.5</b>	<b>4.9</b>
<b>Total passif</b>	<b>1 039.4</b>	<b>1 084.4</b>	<b>1 075.4</b>	<b>1 074.2</b>	<b>1 078.7</b>	<b>1 055.4</b>

Sources : Rapports annuels 2019 à 2023, Etat comptable intermédiaire au 31/10/2024 – Compagnie du Cambodge

Fin décembre 2023, le capital social de la Société s'élevait à 23,5 m€, similaire aux années précédentes. Il augmente toutefois pour atteindre 25,5 m€ au 31 octobre 2024 à la suite de l'absorption de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard. En 2023, il se composait de 559 735 actions de 42 € de nominal chacune. Le dividende net attribué à chaque action a été fixé à 180 € au titre de l'exercice 2023, stable sur les 5 derniers exercices.

Compagnie du Cambodge Dividendes versés au titre de l'exercice	2019	2020	2021	2022	2023
Nombre d'actions ordinaires existantes *	559 735	559 735	559 735	559 735	559 735
Dividendes distribués (m€)	101	101	101	101	101
Résultat net social (m€)	63	145	94	100	100
Payout	160 %	70 %	108 %	101 %	101 %
<b>Dividende net attribué par action (€)</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>

\* Avant opérations préalables (division du nominal et fusion VG-CDC)

Après division du nominal et l'émission d'actions consécutives à l'opération de fusion, le capital de la Société s'élève à 25,5 m€, et se compose 60 708 890 actions de 0,42 € de nominal.

### 3.2.4 Analyse historique des bilans consolidés de Compagnie du Cambodge

Les comptes consolidés présentés ci-après ont été établis conformément aux normes comptables IFRS. Compte tenu de la nature de la société évaluée, notre analyse portera uniquement sur son bilan et la composition de son actif net comptable (cf. §4.3.1 infra). Les bilans consolidés de Compagnie du Cambodge depuis l'exercice 2021 sont présentés ci-après :

Compagnie du Cambodge Bilan-Actif m€	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	31-déc.-23 12 m.	30-juin-24 6m.
Immob. corp.	2	2	2	2
Titres mis en équivalence	880	913	972	916
Autres actifs financiers	2 459	2 565	2 742	2 509
Immob. fin.	3 339	3 478	3 714	3 426
Impôts différés	-	-	0	0
<b>Actif immobilisé</b>	<b>3 341</b>	<b>3 481</b>	<b>3 717</b>	<b>3 428</b>
<b>Actif courant expl.</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Impôts courants	1	1	0	0
Autres actifs courants	-	-	-	0
<b>Actif courant hors expl.</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Trésorerie et équivalents</b>	<b>1 180</b>	<b>1 019</b>	<b>907</b>	<b>825</b>
<b>Total actif</b>	<b>4 522</b>	<b>4 501</b>	<b>4 624</b>	<b>4 253</b>

Sources : Rapports annuels 2019 à 2023 – Compagnie du Cambodge

Comptes consolidés résumés semestriels 2024 – Compagnie du Cambodge

Compagnie du Cambodge				
Détail des immobilisations financières m€	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	31-déc.-23 12 m.	30-juin-24 6m
<b>Titres mis en équivalence</b>	<b>880</b>	<b>913</b>	<b>972</b>	<b>916</b>
Société Industrielle et Financière de l'Artois	472	477	507	493
Financière Moncey	380	402	432	392
Compagnie des Tramways de Rouen	21	22	24	22
IER SAS	-	4	-	-
Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard	8	8	9	9
Autres	0	0	0	0
<b>Autres actifs financiers non courants</b>	<b>2 459</b>	<b>2 565</b>	<b>2 742</b>	<b>2 509</b>
<b>Juste valeur des boucles d'auto contrôle</b>	<b>2 393</b>	<b>2 497</b>	<b>2 658</b>	<b>2 424</b>
Compagnie de l'Odet	1 675	1 750	1 831	1 642
Financière V	487	523	576	524
Plantations des Terres Rouges SA	231	223	251	258
<b>Participations cotées</b>	<b>65</b>	<b>67</b>	<b>83</b>	<b>84</b>
Socfin	36	35	54	54
Socfinasia	15	17	15	16
Socfinaf	14	15	13	14
Autres titres cotés	0	0	0	0
<b>Autres titres non cotés</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>Immobilisations financières</b>	<b>3 339</b>	<b>3 478</b>	<b>3 714</b>	<b>3 426</b>

Sources : Rapports annuels 2019 à 2023 – Compagnie du Cambodge  
Comptes consolidés résumés semestriels 2024 – Compagnie du Cambodge

L'actif de Compagnie du Cambodge est principalement constitué d'immobilisations financières comprenant des titres mis en équivalence ainsi que des titres de participation. La note §6.2 des comptes consolidés semestriels à fin mars 2024 de la Société précise que la valeur des titres Société Industrielle et Financière de l'Artois et de Financière Moncey tient compte de la revalorisation des titres qu'elles détiennent dans les boucles d'autocontrôle du Groupe.

Au 31 décembre 2023, la valeur des titres mis en équivalence s'élevait à 972,3 m€ et diminue pour atteindre 916,4 m€ au 30 juin 2024. Cette variation s'explique en grande partie par un ajustement de la juste valeur des actifs financiers pour -57,0 m€. Parmi ces ajustements, nous relevons des décotes de 41,6 m€ enregistrées chez Financière Moncey (sur les titres de Compagnie de l'Odet, de Financière V et d'Omnium Bolloré), de 12,9 m€ chez Société Industrielle et Financière de l'Artois (essentiellement sur les titres de Compagnie de l'Odet et de Plantations des Terres Rouges SA) et enfin de 2,1 m€ sur les titres Compagnie des Tramways de Rouen qui, à la date de clôture des comptes, n'avait pas encore été absorbée par Financière Moncey.

Les autres actifs financiers non courants s'élèvent à 2 509 m€ au 30 juin 2024. Ils sont composés de participations dans des sociétés parties prenantes aux boucles d'autocontrôle ainsi que d'autres participations cotées et non cotées. Au 30 juin 2024, les titres Compagnie de l'Odet, Financière V et Plantations des Terres Rouges SA représentent 96,6% du total des titres de participations détenus.

La trésorerie est composée quasi-intégralement de conventions de trésorerie avec Bolloré SE, qui s'élèvent à 824,5 m€ à la fin du premier semestre 2024, en baisse de 82,5 m€ par rapport à l'exercice fiscal 2023.

Compagnie du Cambodge				
Bilan-Passif m€	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	31-déc.-23 12 m.	30-juin-24 6m.
Capital social	24	24	24	24
Primes liées au capital	283	283	283	283
Réserves consolidées	4 012	4 057	4 221	3 851
<b>Capitaux propres (pdg)</b>	<b>4 319</b>	<b>4 363</b>	<b>4 527</b>	<b>4 157</b>
Interêts minoritaires	192	131	81	80
<b>Capitaux propres</b>	<b>4 511</b>	<b>4 493</b>	<b>4 608</b>	<b>4 237</b>
Provisions pour R&C	6	4	6	11
Dettes financières	2	-	-	-
Impôts différés	1	1	2	2
<b>Emprunts et dettes assimilées</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Dettes fournisseurs	2	2	2	2
<b>Passif courant d'expl.</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Dettes fisc. & sociales	-	0	7	1
<b>Passif courant hors expl.</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>1</b>
<b>Total passif</b>	<b>4 522</b>	<b>4 501</b>	<b>4 624</b>	<b>4 253</b>

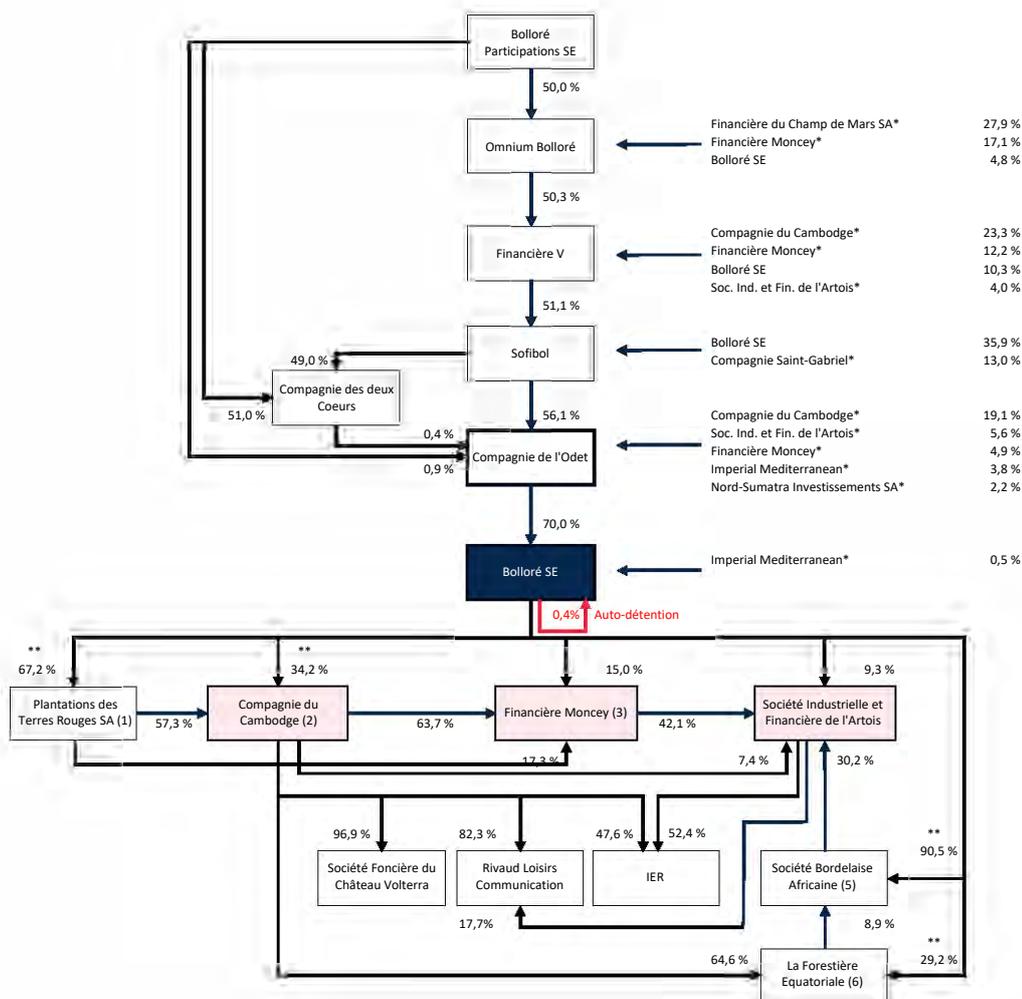
Sources : Rapports annuels 2019 à 2023 – Compagnie du Cambodge  
Comptes consolidés résumés semestriels 2024 – Compagnie du Cambodge

Au 30 juin 2024, le capital social de la Société s'élevé à 23,5 m€, similaire aux exercices précédents. Il est divisé en 559 735 actions de 42 € chacune.

Le montant total des dividendes distribués au titre de l'exercice 2023 par la société mère s'élevé de 100,8 m€, soit 180 euros par action (avant division du nominal). Postérieurement à l'arrêté des comptes, la Société a vu le nominal de son action divisé par 100 et a absorbé Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard. Après division du nominal et fusion, le capital de la Société s'élevé à 25,5 m€, et se compose 60 708 890 actions de 0,42 € de nominal.

Les intérêts minoritaires concernent essentiellement Compagnie de Pleuven.

### 3.2.5 Organigramme simplifié de Compagnie du Cambodge au 20 décembre 2024



- (1) Le reste du capital est détenu par Société Industrielle et Financière de l'Artois (22,8 %) et Compagnie du Cambodge (9,99996 %)
  - (2) 7,4 % du capital est détenu par Socfrance, une filiale indirectement contrôlée par Bolloré SE
  - (3) 0,2 % du capital est détenu par Bolloré Participations SE
  - (4) 6,8 % du capital est détenu par Socfrance, une filiale indirectement contrôlée par Bolloré SE
  - (5) 0,7 % du capital est détenu par Compagnie du Cambodge
  - (6) 4,1 % du capital est détenu par SFA SA, une filiale indirectement contrôlée par Bolloré SE
- \* Sociétés contrôlées par Bolloré SE  
 \*\* Directement et indirectement par des filiales à 100 %

**NB :** L'organigramme présenté supra a été reconstitué par nos soins après les fusions-absorptions de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard par Compagnie du Cambodge et de Compagnie des Tramways de Rouen par Financière Moncey. Pour plus de lisibilité, cette présentation a été simplifiée ; ainsi plusieurs boucles d'autodétention intermédiaires n'y apparaissent pas mais sont traitées dans les travaux d'évaluation développés §4| infra.

# 4 | TRAVAUX D'ÉVALUATION

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

## 4.1 Opérations connexes

Les opérations de fusion-absorption de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard par Compagnie du Cambodge et Compagnie des Tramways de Rouen par Financière Moncey constituent des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue. Ces opérations, annoncées le 10 juillet 2024, ont été approuvées le 21 octobre 2024 par les assemblées générales extraordinaires des actionnaires des sociétés concernées. Ces fusions ont été réalisées respectivement le 31 octobre 2024 et le 1<sup>er</sup> novembre 2024.

Nous relevons que :

- la valeur des capitaux propres des sociétés absorbantes et des sociétés absorbées dépendent en grande partie, directement ou indirectement, de la valeur de Compagnie de l'Odet, et donc de celle de Bolloré SE ; il existe donc une proportionnalité mécanique, même si non totalement linéaire, entre les valeurs des sociétés absorbées et absorbantes ;
- ces opérations ont toutes deux fait l'objet d'un rapport d'un commissaire à la fusion attestant de l'équité du rapport d'échange retenu.

Les fusions étant réalisées préalablement à notre intervention, nous avons tenu compte de leurs effets dans nos travaux en ajustant les taux de détention et en utilisant les comptes post fusion des sociétés absorbantes. Ces opérations n'appellent pas d'autre commentaire de notre part.

## 4.2 Problématique posée par la valorisation de boucles d'autodétention

### 4.2.1 Problématique

Compagnie du Cambodge est une pure société holding détenant des actifs financiers. Schématiquement, sa valeur peut être décomposée en deux blocs principaux :

- des actifs et passifs « propres » détenus directement ou indirectement ;
- une quote-part de la valeur du Groupe Bolloré détenue très indirectement par l'intermédiaire d'un système de boucles d'autodétention complexe.

L'estimation de la valeur du premier bloc ne pose pas de problème technique particulier, des méthodes patrimoniales usuelles dans l'évaluation de sociétés holding comme l'actif net réévalué ou la somme des parties pouvant être mises en œuvre.

Compte tenu du caractère circulaire et complexe de son schéma de détention, la valeur du second bloc est beaucoup plus difficile à déterminer. En effet même si **les boucles d'autocontrôle ne créent pas de valeur au niveau du Groupe**, elles modifient les droits financiers attribuables aux différentes parties prenantes au système qui, de ce fait, ne peuvent plus être estimés directement à partir de l'organigramme juridique.

Deux familles de modèles « mathématiques » sont en général utilisées pour estimer la valeur d'une boucle d'autocontrôle : les modèles itératifs et les modèles de suppression des boucles/annulation de l'autocontrôle :

- **Modèles itératifs** : Cette approche consiste à déterminer la valeur des participations croisées par le biais d'un modèle itératif convergeant vers une valeur d'équilibre de chacun des nœuds du système.

- **Modèles de suppression des boucles** : Cette approche de la valeur des boucles d'autocontrôle consiste à simuler le débouclage du système en supprimant les boucles une par une, par étapes successives de distribution des participations et d'annulation des actions autodétenues.

Les modèles décrits supra restent toutefois théoriques et supposent une liquidité parfaite et instantanée des flux entre les sociétés composant le système. Ils négligent donc les contraintes financières, comptables et légales ainsi que les frottements fiscaux et temporels bien réels qu'induisent ce mode de détention. Les résultats ainsi obtenus ne peuvent donc être considérés comme des « valeurs économiques » dans la mesure où la société évaluée occupe une position très éloignée de la création de valeur dans la chaîne de détention, mais plutôt comme une indication de ce que pourrait être une fourchette maximale théorique de sa valeur, en l'absence de toute contrainte financière, légale, fiscale ou temporelle .

## 4.2.2 Exemples d'approches utilisées pour valoriser les boucles au sein du Groupe Bolloré

### 4.2.2.1 Etablissement des comptes consolidés

Les comptes consolidés de Compagnie du Cambodge, comme ceux de Bolloré SE, évaluent à leur juste valeur les capitaux propres des titres des sociétés qui ne sont pas détenus à des fins de transaction. Sont classés dans cette catégorie tous les titres de sociétés faisant partie de la « galaxie Bolloré » et donc parties prenantes aux boucles d'autodétention.

La méthode retenue pour valoriser ces actifs financiers est décrite dans la note 6.3 « autres actifs financiers » des comptes consolidés à fin mars 2024 de Compagnie du Cambodge de la manière suivante : « *La valorisation de ces titres est basée sur le cours de bourse des titres Compagnie de l'Odet et intègre une décote qui reflète la moindre liquidité de ces titres, sur la base d'un modèle de valorisation dite du Protective Put (modèle de Chaffe). Cette évaluation a conduit à reconnaître une décote de 7,18% au 30 juin 2024* ».

L'approche retenue est donc un modèle simplifié car, partant de la valeur des titres de Compagnie de l'Odet, elle intègre les détentions dans les holdings de contrôle du Groupe « par transparence », en ajustant les résultats d'une décote de 7,2 % pour tenir compte de l'illiquidité des titres ainsi détenus.

### 4.2.2.2 Offre publique d'achat simplifiée de 2023

En avril 2023, Bolloré SE a lancé une offre publique d'achat simplifiée sur ses propres actions au prix de 5,75 €, assortie d'un complément de prix de 0,25 € en cas de succès de la cession du pôle logistique.

Dans le cadre de ses travaux présentés dans la note d'information, l'expert indépendant évalue les participations dans les holdings de contrôle en employant la méthodologie utilisée pour l'établissement des comptes consolidés détaillée supra, après application d'une décote de 12,6 % estimée à l'époque.

A la suite de la publication de son rapport, l'expert a dû répondre aux observations d'un actionnaire minoritaire remettant en cause l'approche mise en œuvre pour valoriser les boucles, celui-ci considérant que la méthode « usuelle » aurait été d'annuler l'autocontrôle. L'expert a fait valoir que cette approche purement mathématique, visant à supprimer les boucles d'autocontrôle, n'avait pas de fondement économique et qu'elle reviendrait à nier la complexité de la détention de la société, qui ne disparaîtrait pas à la suite de l'offre. Cet argument, auquel nous souscrivons, est complété par un rappel du contexte particulier de l'offre de rachat dans le cadre de laquelle l'expert a pour rôle de protéger à la fois l'actionnaire faisant le choix d'apporter ses titres et celui qui décide de les conserver.

L'expert rappelle à cette occasion en note en bas de page l'existence de l'approche par suppression des boucles et celle par itération et précise que « (...) le niveau de relation induite par le débouclage reflète une situation virtuelle où la cascade de holding et les boucles d'auto-contrôle auraient disparu. La disparition des boucles d'auto-contrôle, qui n'est pas à l'ordre du jour, prendrait du temps et aurait un coût, probablement significatif qui n'a, à notre connaissance, jamais été chiffré. ».

#### 4.2.2.3 Retrait obligatoire de la société Plantations des Terres Rouges SA par Bolloré SA

Le 19 avril 2013, le Groupe Bolloré a initié le retrait obligatoire d'une des sociétés partie prenante aux boucles d'autodétention, la société Plantations des Terres Rouges SA (ci-après « PTR »).

Page 16 de son rapport, l'expert indépendant précise en préambule de ses travaux que (graissage ajouté par nos soins) « (...) **une fraction significative du patrimoine de Bolloré est constitué par les titres de la boucle d'autocontrôle (i.e. participations détenues dans chacun des Holdings de Contrôle) et par les titres de la boucle d'autodétention (i.e. titres Bolloré détenus indirectement par Bolloré SA). Cette spécificité est encore plus marquée chez PTR où les titres de la boucle d'autocontrôle (i.e. participations détenues dans Bolloré SA et dans certains des Holdings de Contrôle) représentent la majeure partie du patrimoine de la Société.**

*Dès lors, le choix des références retenues pour l'évaluation des titres de chacun des Holdings de Contrôle entrant dans la composition des boucles d'autocontrôle chez Bolloré et chez PTR, ainsi que pour l'évaluation des titres Bolloré entrant dans la composition de la boucle d'autocontrôle chez PTR et la boucle d'autodétention chez Bolloré, constitue un enjeu important de la méthodologie à mettre en œuvre pour l'évaluation du titre PTR. A cet égard, compte tenu du contexte spécifique défini par le Retrait, il nous semble approprié de prendre en compte une valeur de référence unique pour le titre Bolloré (« la Valeur de Référence ») à partir de laquelle la valeur des titres de chacun des Holdings de contrôle sera déterminée par transparence.*

*L'objectif de ce choix méthodologique est d'éviter d'intégrer dans l'évaluation des décotes de liquidité en cascade, car ces décotes en série n'ont pas lieu d'être dans le contexte d'un retrait obligatoire où il s'agit de déterminer non pas un prix de transaction intégrant la situation spécifique des vendeurs (actionnaires minoritaires résiduels), mais un prix d'indemnisation intégrant la juste valeur du patrimoine de leur Société. **Pour autant, ce prix d'indemnisation ne peut ignorer la complexité de la structure juridique du Groupe. En effet, supposer l'absence de décote lors de la réalisation des titres entrant dans la composition des boucles susmentionnées reviendrait en quelque sorte à nier la configuration actuelle du Groupe en se plaçant dans une situation virtuelle où Holdings de Contrôle et boucles d'autocontrôle et d'autodétention auraient totalement disparu. Une simplification aussi radicale de la structure juridique du Groupe, qui n'est pas à l'ordre du jour, prendrait nécessairement du temps et ne se ferait pas sans frottement divers et sans coût de toute nature, explicite ou implicite.***

*(...) nous avons déterminé la Valeur de Référence en appliquant une décote par rapport à la valeur intrinsèque nette des activités opérationnelles et des actifs financiers, ces derniers intégrant les titres des boucles d'autocontrôle et d'autodétention sur la base de cette même Valeur de Référence. **Cette décote résulte des frottements liés à la complexité des chemins de détention, des coûts liés à la simplification de la structure du capital ainsi que du temps pour réaliser l'opération.** Par analogie, exception faite de l'impact des frottements et coûts divers susmentionnés, on peut l'estimer en considérant la décote observée par rapport à un prix d'équilibre théorique lors d'une modification structurelle du capital d'une société, telle qu'une introduction en bourse. **Nous avons ainsi retenu une décote de 25%.** »*

A la lecture du §3.2.3, page 23, du rapport, nous comprenons que l'expert a retenu une approche itérative de la valeur des boucles intégrant une décote de 25 % permettant de tenir compte de la complexité des chemins de détention.

#### 4.2.3 Conclusion sur les méthodes d'évaluations applicables aux boucles d'autodétention

Compte tenu de ce qui précède et du retrait obligatoire envisagé pour les actions de la Société, nous considérons que le sujet de l'évaluation des boucles d'autodétention constitue le point central de l'appréciation de l'équité du prix offert.

Bien que les approches « mathématiques » permettent une approche théorique de l'effet relatif des boucles d'autodétention, elles ne tiennent pas compte des contraintes financières induites par ce mode de détention. Cette réalité économique se traduit par des décotes importantes, observables notamment sur les cours de bourse des sociétés parties prenantes aux boucles d'autodétention et mises en avant par les experts étant intervenus sur le sujet, que ce soit dans le cadre d'offres publiques ou dans celui l'établissement des comptes consolidés de la Société.

Compte tenu du contexte de la présente opération, qui implique une expropriation des actionnaires minoritaires de Compagnie du Cambodge, nous avons considéré comme l'expert qui était intervenu sur le retrait de la cote de PTR que l'application de décotes de holding en cascades forfaitaires n'est pas pertinente. Toutefois, la mise en œuvre d'une approche purement « mathématique » de la valeur des boucles n'ayant pas non plus de sens d'un point de vue économique et financier, les frottements fiscaux ainsi que la complexité de la structure de détention ont été pris en compte dans nos analyses.

### 4.3 Méthodes ou références non retenues

#### 4.3.1 Actif net comptable consolidé

La prise en compte de l'actif net comptable consolidé n'est appropriée que lorsque les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production.

En l'espèce, les principaux actifs financiers de la Société sont comptabilisés en juste valeur ou par transparence avec des titres évalués à la juste valeur<sup>5</sup>. Dans ce contexte, nous aurions pu considérer l'actif net comptable de la Société comme une référence d'évaluation.

Certaines participations mises en équivalence détenues par la Société n'étant toutefois pas comptabilisées à la juste valeur, et les comptes consolidés au 30 juin 2024 n'intégrant pas le bénéfice de la fusion-absorption de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard, nous n'avons finalement pas retenu la méthode dans notre analyse.

Pour information, le prix d'Offre extériorise une prime de 61 % par rapport à cette référence.

#### 4.3.2 Approches analogiques

Les méthodes analogiques (transactions comparables et comparables boursiers) permettent d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés à partir d'agrégats financiers constatés en bourse ou dans le cadre de transactions récentes visant à prendre une participation, majoritaire ou non, dans le capital d'une entité comparable à la Société, cotée ou non.

Compte tenu de la spécificité de l'activité de la Société (société holding détenant des actifs financiers) et de l'existence des boucles d'autodétention, nous n'avons pas considéré la méthode comme applicable. L'approche des multiples de comparables boursiers a toutefois été mise en œuvre pour réévaluer certaines activités opérationnelles du Groupe.

Pour les mêmes raisons, l'approche par les multiples de transactions comparables n'a pas non plus été mise œuvre.

#### 4.3.3 Evaluation par la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie

L'approche par actualisation de flux de trésorerie (DCF) est une méthode intrinsèque consistant à actualiser les cash-flows libres d'exploitation (*DCF to the Firm*) ou libres pour l'actionnaire (*DCF to Equity*) à un taux reflétant le coût d'opportunité d'un investissement de risque similaire.

Compte tenu du profil de Compagnie du Cambodge, i.e. une société holding détenant des actifs financiers, la plus grosse partie de la valeur se concentre dans les plus-values latentes sur les actifs détenus, et non dans les flux d'exploitation générés. Dans ce contexte, la méthode a été utilisée pour réévaluer les activités du Groupe dans le cadre de l'appréciation de son ANR (cf. §8.2 infra), mais n'a pas été retenue pour évaluer la Société.

---

<sup>5</sup> Cf. §3.2.4 supra.

#### 4.3.4 Approche par référence au cours de bourse de Compagnie du Cambodge

Le 12 septembre 2024, soit la veille de la publication du premier projet de note d'information relative au projet d'Offre, le cours de l'action de Compagnie du Cambodge s'élevait à 74 € (ajusté de la division du nominal), correspondant à une capitalisation boursière de 4,1 milliards d'euros. Le nombre total d'actions en circulation s'établit à 60 708 890 (après division du nominal par 100 et à l'issue de la Fusion VG-CDC), avec un flottant limité, le Groupe Bolloré détenant, directement ou indirectement, seul ou de concert 98,87 % du capital et des droits de vote théoriques. L'Offre porte sur un total de 690 070 actions, comprenant 683 150 actions détenues par le public et 6 920 actions détenues par Bolloré Participations SE, qui a indiqué son intention de participer à l'Offre.

##### Liquidité du titre au 12 septembre 2024 (veille de l'annonce de l'opération) :

En raison d'un flottant très étroit (1,1 % du capital), le volume d'échanges sur les 20 derniers jours de bourse précédant l'annonce de l'offre s'élève à 2 094 actions. Par ailleurs, le titre qui n'est couvert par aucun analyste financier, ne cote qu'environ un jour sur trois.

Cette très faible liquidité limite fortement la pertinence des cours observés, qui ont évolué dans une fourchette comprise entre 58 € et 77 € au cours des douze derniers mois pour une rotation du capital limitée à 0,1 % (rotation du flottant de 5 %).

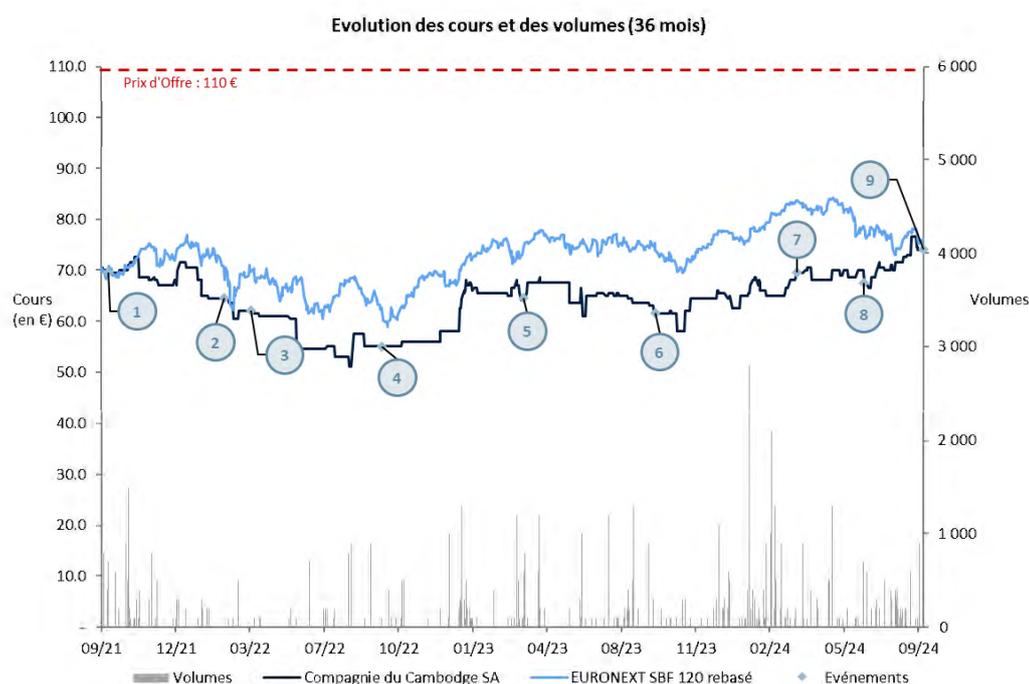
**NB :** Les analyses présentées ci-dessous tiennent compte de la division du nominal par 100. Le nombre total d'actions en circulation retenu est ainsi de 60 708 890 pour un flottant de 683 150 actions.

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	76.50	51.00	65.53	71 593	93	0.12%	10.48%	26.81%
24 mois	76.50	55.00	65.79	55 242	108	0.09%	8.08%	30.80%
12 mois	76.50	58.00	66.98	33 907	132	0.06%	4.96%	36.33%
6 mois	76.50	66.50	70.03	13 255	103	0.02%	1.94%	34.88%
3 mois	76.50	66.50	71.01	7 773	118	0.01%	1.14%	40.91%
20 jours	76.50	72.50	73.57	2 094	105	0.00%	0.00%	30.00%
Spot	74.00	74.00	74.00	0	0	0.00%	0.00%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

Compte tenu d'un flottant extrêmement étroit et d'un volume d'échange très limité, nous ne présentons la référence au cours de bourse qu'à titre indicatif.

##### Evolution du cours de bourse sur les 36 derniers mois :



Le 23 septembre 2021 (①), Compagnie du Cambodge annonce ses résultats du premier semestre 2021, avec un résultat net part du Groupe de 3 m€, contre (6) m€ lors de l'exercice précédent

Le 24 février 2022 (②), l'invasion de l'Ukraine par la Russie provoque une instabilité mondiale sur les marchés financiers.

Le 31 mars 2022 (③), Compagnie du Cambodge publie ses résultats annuels 2021, avec un Résultat net part du Groupe de 12,8 m€, contre 16,7 m€ lors de l'exercice précédent. A la suite de la cession de Société Ferroviaire Ivoir-Burkinabe, les activités de cette entité ont été reclassées en activités abandonnées.

Le 22 septembre 2022 (④), la Société annonce son résultat du premier semestre 2022, avec un résultat net part du Groupe de 6,1 m€, contre 2,9 m€ lors de l'exercice précédent.

Le 30 mars 2023 (⑤), la Société annonce son résultat annuel, avec un Résultat net part du Groupe de 11,3 m€, contre 12,8 m€ lors de l'exercice précédent.

Le 21 septembre 2023 (⑥), le résultat net part du Groupe semestriel est publié et ressort à de 15,2 m€, contre 6,1 m€ lors de l'exercice précédent.

Le 28 mars 2024 (⑦), la Société publie son résultat annuel, avec un Résultat net part du Groupe de 31 m€, contre 11,3 m€ lors de l'exercice précédent

Le 25 juin 2024 (⑧), Compagnie du Cambodge détache un dividende d'un montant de 180 € par action, identique à celui versé les années précédentes.

Le 12 septembre 2024 (⑨), la Société annonce les résultats du premier semestre 2024, avec un résultat net part du Groupe de 21,2 m€, contre 15,2 m€ lors de l'exercice précédent. Bolloré SE annonce parallèlement son intention de mettre en œuvre trois offres publiques de retrait suivies de retraits obligatoires sur les actions de Compagnie du Cambodge, Financière Moncey et Société Industrielle et Financière de l'Artois.

Postérieurement à l'annonce, le 21 octobre 2024, les assemblées générales extraordinaires des actionnaires de Compagnie du Cambodge et de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard ont approuvé le projet de fusion par voie d'absorption de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard par Compagnie du Cambodge.

Le 23 décembre 2024, Bolloré SE annonce le rehaussement du prix et des parités d'échanges des trois offres publiques de retrait suivies de retraits obligatoires sur les actions de Compagnie du Cambodge, Financière Moncey et Société Industrielle et Financière de l'Artois.

## 4.4 Critères et méthodes retenus

### 4.4.1 Actualisation des flux de dividendes

Deux méthodes basées exclusivement sur le dividende peuvent être mises en œuvre. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué (méthode du rendement), la seconde se fonde sur l'actualisation des dividendes prévisionnels (méthode DDM<sup>6</sup>).

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose que (i) l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et (ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables.

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

Au cas d'espèce, la distribution de dividendes par Compagnie du Cambodge présente un profil extrêmement régulier et stable (i.e. le montant versé n'a pas évolué sur les cinq dernières années). Dans ce contexte, nous avons considéré la méthode pertinente pour apprécier une valeur de « rendement » pour l'actionnaire de Compagnie du Cambodge.

---

<sup>6</sup> Dividend Discount Model.

Compte tenu du contexte de l'Opération, nous avons écarté l'approche par capitalisation du dernier dividende versé, celle-ci aboutissant à une valeur par action significativement inférieure au cours de bourse (30,8 €). Nous lui avons préféré une approche d'actualisation des flux de dividendes futurs ou DDM retenant les hypothèses volontaristes suivantes :

- une indexation de la croissance du résultat net social de Compagnie du Cambodge reposant sur le consensus des prévisions des analystes financiers pour Bolloré SE, soit un taux de croissance annuel moyen de près de 25 % sur la période 2024-2026 ;
- une hypothèse de taux de distribution de 100 % ;
- une convergence du taux de croissance du résultat net vers un taux de croissance à l'infini fixé à 2 % sur une période de 5 ans ;
- un taux d'actualisation égal au coût des fonds propres estimé pour Bolloré SE à fin novembre 2024, compris entre 7 % et 8 % (cf. annexe 8.4).

Cette approche conduit à estimer la valeur des capitaux propres de Compagnie du Cambodge à 4 045 m€, soit une valeur de l'action de 66,6 € proche du niveau historique du cours de bourse et de l'actif net comptable consolidé de la Société, et sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime de 64 %.

Compagnie du Cambodge	
Valeur des capitaux propres DDM	m€
Valeur présente de dividendes	1 262
Cash flow terminal	266
Valeur terminale	4 815
Valeur présente de la valeur terminale	2 783
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>4 045</b>
Nombre d'actions	60 708 890
<b>Valeur en € par action</b>	<b>66.6 €</b>

#### Analyse de sensibilité :

Compagnie du Cambodge		CMPC				
€		6.5 %	7.0 %	7.5 %	8.0 %	8.5 %
g <sup>∞</sup>	1.5 %	74.6	67.7	61.9	57.1	52.9
	1.8 %	77.9	70.4	64.2	59.0	54.5
	2.0 %	81.6	73.4	66.6	61.0	56.2
	2.3 %	85.8	76.7	69.3	63.2	58.1
	2.5 %	90.5	80.4	72.2	65.6	60.1

## 4.4.2 Actif net réévalué de Compagnie du Cambodge : approche n°1

### 4.4.2.1 Méthodologie mise en œuvre

Compagnie du Cambodge exerce une activité de holding, laquelle consiste à détenir et gérer un portefeuille de participations. En raison de cette activité, la méthode d'évaluation usuellement employée est l'approche dite de l'Actif Net Réévalué (ou ANR) laquelle conduit, sur la base de ses comptes sociaux, à réévaluer chacun des actifs détenus par la Société (en utilisant les méthodes les plus adaptées au cas d'espèce : cours de bourse, comparables boursiers ou transactions comparables, actualisation des flux futurs de trésorerie), afin d'obtenir un actif brut réévalué, puis à retrancher les passifs.

Compte tenu des caractéristiques singulières en termes de structure de détention du Groupe Bolloré, impliquant l'existence de nombreuses boucles d'autodétention et comme le montrent les développements du §4.2, une approche par itération constitue une méthode pertinente pour déterminer la valeur de la Société.

Afin de déterminer l'ANR de la Société (ci-après l'« ANR n°1 »), nous avons réalisé un modèle financier itératif reposant sur les comptes sociaux au 30 juin 2024<sup>7</sup> des sociétés du Groupe Bolloré qui entretiennent des liens

<sup>7</sup> Retraités des effets des fusions par absorption de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard et de Compagnie des Tramways de Rouen.

d'autodétention. Ce modèle intègre 23 sociétés du Groupe (les « **Sociétés Groupe** »), les plus-values sur les autres actifs (qu'ils soient contrôlés par le Groupe Bolloré, comme Bolloré SE, IER ..., ou non, tels que Rubis, Nacon, Bigben Interactive, Socfin, Socfinasia, ...) étant ajoutées aux capitaux propres comptables de chacune des Sociétés Groupe.

Les plus-values des autres actifs sont estimées :

- S'agissant des sociétés cotées, sur la base de leur cours moyen pondéré par les volumes 20 jours au 23 décembre 2024 ;
- S'agissant de Socfin, à partir du prix offert à l'occasion du retrait obligatoire de la société validé en août 2024 par la CSSF ;
- S'agissant d'IER, par la méthode DCF (cf. annexe 8.3).

Les autres actifs et passifs de la Société sont retenus pour leur valeur nette comptable.

Les valeurs par action des autres actifs sont présentées dans le tableau ci-dessous :

Autres actifs (€/action)	Cours de bourse au 23-déc.-2024					
	12 mois	6 mois	3 mois	20 j.	Spot	Cours retenu
Bolloré SE	5.92 €	5.80 €	5.84 €	5.83 €	5.76 €	5.83 €
UMG NV - Universal Music Group	25.21 €	23.56 €	23.49 €	23.66 €	24.37 €	23.66 €
Vivendi SE	2.22 €	2.24 €	2.26 €	2.32 €	2.51 €	2.32 €
Canal +	n.a.	n.a.	n.a.	2.62 €	2.42 €	2.42 €
Havas	n.a.	n.a.	n.a.	1.74 €	1.46 €	1.46 €
Louis Hachette Group	n.a.	n.a.	n.a.	1.38 €	1.27 €	1.27 €
RUBIS	26.20 €	24.14 €	23.09 €	22.77 €	22.96 €	22.77 €
Socfinasia	15.60 €	15.75 €	16.27 €	15.92 €	15.20 €	15.92 €
Socfinaf	11.30 €	12.00 €	12.46 €	12.15 €	11.90 €	12.15 €
BIGBEN INTERACTIVE	2.46 €	1.97 €	1.69 €	1.43 €	1.36 €	1.43 €
NACON	1.02 €	0.79 €	0.62 €	0.52 €	0.53 €	0.52 €
Vallourec	15.06 €	14.85 €	15.43 €	16.65 €	16.27 €	16.65 €
Unicredit	34.73 €	37.87 €	39.27 €	37.62 €	37.65 €	37.62 €
Metaguest AI Incorporated	0.13 €	0.11 €	0.11 €	0.11 €	0.09 €	0.11 €
Socfin						32.00 €
IER						48.57 €

**NB** : les Sociétés du Groupe cotées, comme Compagnie de l'Odet, ont été évaluées par transparence avec le cours de bourse de Bolloré SE et non appréhendées à partir de leur propre cours de bourse afin d'éviter de prendre en compte d'éventuelles décotes de holdings implicites. Dans ce contexte, nous développons ci-après une analyse du cours de Bolloré SE.

#### 4.4.2.2 Analyse du cours de bourse Bolloré SE

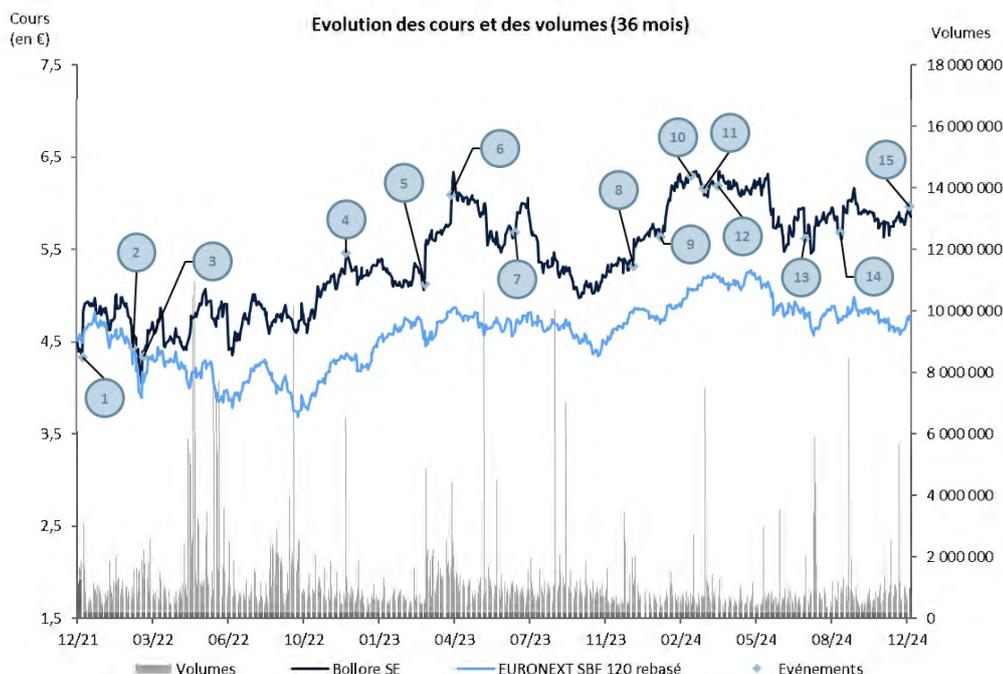
Bolloré SE est une société cotée dont les titres sont admis aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris (ISIN : FR0000039299). Au 23 décembre 2024, son cours de clôture s'établit à 5,76 €, avec une moyenne pondérée par les volumes de 5,92 € sur les douze mois précédents. Sur cette période, la rotation du flottant s'est élevée à 42,4 %. Compte tenu d'un flottant relativement étroit, la rotation du capital s'établit à seulement 8,0 %.

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	6.43	3.98	5.32	884 083 188	1 149 653	30.28%	123.88%	100.00%
24 mois	6.43	4.93	5.71	514 533 537	1 008 889	17.72%	79.36%	100.00%
12 mois	6.43	5.28	5.92	228 104 248	898 048	7.99%	42.42%	100.00%
6 mois	6.19	5.28	5.80	131 527 457	1 011 750	4.61%	22.64%	100.00%
3 mois	6.19	5.59	5.84	63 429 056	991 079	2.22%	10.92%	100.00%
20 jours	6.02	5.59	5.83	27 587 377	1 379 369	0.97%	0.97%	100.00%
Spot	5.79	5.67	5.76	1 551 003	1 551 003	0.05%	0.05%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

Malgré une rotation du capital dans le bas de la fourchette des sociétés de cette taille, la rotation significative du flottant et le volume quotidien de titres échangés nous conduisent à considérer le marché du titre Bolloré SE comme suffisamment liquide pour justifier de sa pertinence en tant que référence de valeur pour le Groupe.

#### 4.4.2.3 Evolution du cours de l'action Bolloré SE



Le 20 décembre 2021 (①), Bolloré SE accepte l'offre exclusive de MSC pour l'achat de Bolloré Africa Logistics, valorisant l'entreprise à 5,7 milliards d'euros. Cet accord marque une étape clé dans la réorganisation stratégique du Groupe.

Le 24 février 2022 (②), l'invasion de l'Ukraine par la Russie provoque une instabilité mondiale sur les marchés financiers, impactant temporairement le cours de Bolloré SE dans un contexte économique incertain.

Le 10 mars 2022 (③), Bolloré SE publie ses résultats annuels 2021, affichant une progression de 18 % de son chiffre d'affaires à périmètre et taux de change constants.

Le 1er décembre 2022 (④), Bolloré SE finalise les conditions préalables à la cession de Bolloré Africa Logistics, confirmant la valeur totale de l'entreprise à 5,7 milliards d'euros.

Le 14 mars 2023 (⑤), les résultats annuels 2022 révèlent une hausse de 20 % du chiffre d'affaires à périmètre et change constants, malgré des incertitudes économiques globales.

Le 19 avril 2023 (⑥), Bolloré SE lance une offre publique d'achat simplifiée portant sur ses propres actions, à un prix de 5,75 € par action Bolloré SE, auquel s'ajoutera un complément de prix de 25 centimes d'euro par action en cas de vente de Bolloré Logistics à CMA CGM.

Le 11 juillet 2023 (⑦), Bolloré Logistics signe le contrat de cession à CMA CGM.

Le 13 décembre 2023 (⑧), Vivendi annonce étudier un projet de scission de ses activités en plusieurs entités.

Le 18 janvier 2024 (⑨), Bolloré Energy remporte l'appel d'offres d'EDF Archipel Guadeloupe et participe à l'acheminement de 300 m3 de biocombustible B100, marquant une avancée dans les engagements pour la transition énergétique.

Le 23 février 2024 (⑩), Bolloré Solutions Logistiques (BSL) acquiert STEF Logistique Santé (SLS). Cette acquisition permet à BSL d'élargir son offre dans le secteur de la logistique contractuelle, renforçant sa position et son expertise dans le domaine pharmaceutique, secteur à forte croissance.

Le 14 mars 2024 (⑪), le Groupe Bolloré annonce son résultat annuel 2023, avec un chiffre d'affaires en baisse de 5%, à périmètre et change constants, par rapport à l'exercice précédent.

Le 2 avril 2024 (⑫), Vivendi annonce le projet de cession de ses activités de festivals et de billetterie à l'international à CTS Eventim, entreprise d'origine allemande et premier fournisseur de services de billetterie en Europe.

Le 25 juillet 2024 (⑬), baisse du cours consécutive à la publication des résultats d'UMG, faisant état d'un ralentissement de la croissance des abonnements et du streaming.

Le 13 septembre 2024 (14), Bolloré SE annonce des projets d'offres publiques de retrait suivies de retraits obligatoires visant les actions de Compagnie du Cambodge, Financière Moncey et Société Industrielle et Financière de l'Artois.

Le 9 décembre 2024 (15), le projet de scission de Vivendi est adopté à plus de 97,5 % par l'Assemblée générale des Actionnaires, sous la présidence de Yannick Bolloré.

Le 16 décembre 2024 (16), les trois sociétés concernées par le projet de scission de Vivendi sont cotées pour la première fois en bourse. Canal+ s'échange désormais sur le London Stock Exchange, Havas sur Euronext Amsterdam et Louis Hachette Group rejoint Euronext Growth Paris.

#### 4.4.2.4 Objectifs de cours des analystes

L'action Bolloré SE fait l'objet d'un suivi régulier par quatre analystes financiers. Le tableau ci-dessous synthétise les derniers objectifs de cours publiés à la date de rédaction du présent rapport.

- Kepler Cheuvreux maintient une position neutre sur l'action, avec un objectif de cours réévalué à 6,4 € depuis le 16 septembre 2024 ;
- Oddo BHF, également neutre, a abaissé son objectif de cours à 6,5 € depuis le 31 juillet 2024 ;
- ESN/CIC recommande l'achat de l'action. Son objectif de cours, initialement réduit à 6,8 € au 31 juillet 2024, a été relevé à 7,1 € à la fin du mois de novembre 2024
- Enfin, AlphaValue conseille d'alléger la position sur l'action, avec un objectif de cours réduit à 6 € depuis le 31 juillet 2024, tout en reconnaissant un potentiel de hausse de 4 %.

En juillet 2024, une tendance au recul des objectifs a été observée, trois des quatre analystes ayant abaissé leurs objectifs de cours à cette période (Kepler Cheuvreux faisant exception). Cependant, lors de la dernière publication en date du 21 novembre 2024, ESN/CIC a relevé son objectif.

Les derniers objectifs de cours moyens et médians ressortent à 6,5 € par action Bolloré SE, soit une prime moyenne sur le cours de bourse comprise entre 12 % et 14 %.

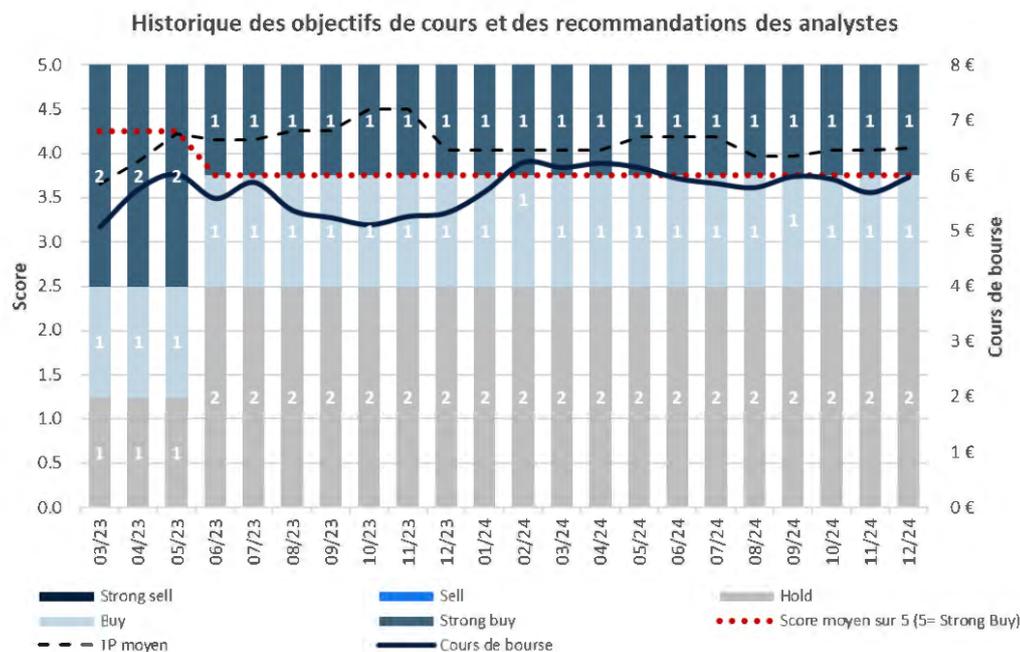
Date de mise à jour	Analyste	Objectif de cours	Horizon en mois (à l'émission)	Cours de référence	Date du cours de référence	Recommandation référence	Recommandation *	Ecart vs Cours de réf.
25-oct.-24	Kepler Cheuvreux	6,4	12	5,9	24-oct.-24	Conserv	3	9 %
16-sept.-24	Kepler Cheuvreux	6,4	12	6,0	16-sept.-24	Conserv	3	7 %
31-juil.-24	Kepler Cheuvreux	6,2	12	5,8	30-juil.-24	Conserv	3	7 %
02-mai-24	Kepler Cheuvreux	6,2	12	6,1	30-avr.-24	Conserv	3	2 %
26-mars-24	Kepler Cheuvreux	5,6	12	6,3	25-mars-24	Conserv	3	(10)%
31-juil.-24	Oddo BHF	6,5	12	5,8	30-juil.-24	Neutre	3	13 %
29-avr.-24	Oddo BHF	7,2	12	6,2	26-avr.-24	Neutre	3	16 %
15-mars-24	Oddo BHF	7,2	12	6,2	14-mars-24	Neutre	3	17 %
30-janv.-24	Oddo BHF	7,2	12	6,1	29-janv.-24	Neutre	3	19 %
21-nov.-24	ESN / CIC	7,1	12	5,8	18-nov.-24	Achat	1	23 %
31-juil.-24	ESN / CIC	6,8	12	5,8	30-juil.-24	Achat	1	18 %
19-avr.-23	ESN / CIC	7,4	12	6,1	18-avr.-23	Achat	1	22 %
24-janv.-24	ESN / CIC	7,4	12	5,8	22-janv.-24	Achat	1	28 %
31-juil.-24	Alpha Value	6,0	6	5,8	30-juil.-24	Alléger	4	4 %
22-juil.-24	Alpha Value	6,5	6	5,9	21-juil.-24	Alléger	4	10 %
30-avr.-24	Alpha Value	6,2	6	6,1	29-avr.-24	Alléger	4	1 %
26-mars-24	Alpha Value	6,3	6	6,3	25-mars-24	Alléger	4	0 %
<b>18-sept.-24</b>	<b>Moyenne **</b>	<b>6,5</b>	<b>10,5</b>	<b>5,8</b>			<b>3</b>	<b>12 %</b>
<b>12-sept.-24</b>	<b>Médiane **</b>	<b>6,5</b>	<b>12,0</b>	<b>5,8</b>			<b>3</b>	<b>11 %</b>

\* 1 = Achat ; 2 = Surpondérer ou Renforcer ; 3 = Neutre ou Conserv ; 4 = Alléger ou Souspondérer ; 5 = Vendre

\*\* Moyenne et Médiane calculées sur la base des derniers objectifs de cours pour chaque analyste

Sources : Notes de Broker Kepler Cheuvreux, Oddo BHF, ESN / CIC Market Solutions et Alpha Value

#### 4.4.2.5 Evolution de l'objectif de cours moyen et des recommandations des analystes



#### 4.4.2.6 Opérations récentes sur le capital

Comme indiqué §4.2.2.2 supra, Bolloré SE a déposé le 19 avril 2023 une Offre publique d'achat simplifiée visant ses propres actions à un prix de 5,75 €, complété d'un complément de 0,25 euros en cas réussite de la cession du pôle logistique à CMA CGM.

Au cours de la période d'offre, ouverte du 17 au 30 mai 2023, 99 100 134 actions Bolloré SE sur les 288 607 076 visées ont été apportées, soit un taux de succès de 34 %.

Compte tenu de la relative ancienneté de l'opération, dans une période riche en actualité pour le Groupe Bolloré, et du succès relatif de l'opération, nous ne considérons pas cette référence comme pertinente pour apprécier la valeur à date du Groupe.

#### 4.4.2.7 Relation entre la capitalisation boursière de Bolloré SE et son actif net réévalué

La capitalisation boursière de Bolloré SE, calculée en multipliant le cours moyen 20 jours pondéré par les volumes par le nombre d'actions total émis par la société ressort, au 23 décembre 2024, à 16,6 md€ (pour une fourchette haute de 18,5 md€ si nous considérons le cours cible moyen des analystes financiers).

Nous estimons parallèlement l'actif net réévalué de Bolloré SE, calculé à partir des cours de bourse relevés à la même date pour les participations cotées détenues et après mise en œuvre d'approches de valeurs pour les participations non cotées (mais sans valorisation des boucles d'autodétention ni prise en compte de frais de holding ou de décotes) à un montant très proche de 17,3 md€, soit environ 6 € par action.

Ces observations appellent les remarques suivantes :

- Si nous considérons la seule valeur des actifs du Groupe, sans prendre en compte leur mode de détention, le marché ne paraît pas appliquer de décote de holding significative au cours de Bolloré SE.
- Cette situation peut toutefois également s'interpréter comme l'application par le marché d'une décote de holding au titre Bolloré SE qui serait égale à la « valeur » des boucles d'autodétention à ce niveau de l'organigramme, étant toutefois rappelé que pour le Groupe Bolloré pris dans sa globalité, celles-ci ne peuvent pas créer de valeur (cf. §4.2 supra).

#### 4.4.2.8 Mise en œuvre de l'approche de valeur

Le tableau suivant présente le détail des éléments composant la valeur de la Société dans le cas de figure où le cours de bourse de Bolloré (moyenne 20 jours, soit 5,83 €) refléterait l'intégralité de la valeur captée à ce niveau :

CC - Élément composant l'ANR	% de dét.	Valeur (m€)
Compagnie de l'Odet	19.1%	2 157
Financière Moncey	63.7%	1 558
Financière V	23.3%	755
Plantations des Terres Rouges SA	10.0%	463
Société Industrielle et Financière de l'Artois	7.4%	200
Socfrance	18.4%	120
Compagnie de Pleuven	55.5%	85
La Forestière Équatoriale	64.6%	81
Société Bordelaise Africaine	0.7%	8
Socarfi	3.8%	4
SFA SA	1.6%	(1)
<b>Sous-total Groupe</b>	<b>A</b>	<b>5 430</b>
Socfin	12.3%	56
Socfinasia	5.1%	16
Socfinaf	6.8%	15
IER	47.6%	38
<b>Sous-total Hors Groupe</b>	<b>B</b>	<b>125</b>
Autres actifs à la VNC	C	19
<b>Total actifs financiers</b>	<b>D = A+B+C</b>	<b>5 574</b>
Autres actifs (créances, trésorerie)	E	667
Autres passifs (provisions, dettes financières)	F	(5)
<b>Actif net réévalué</b>	<b>D+E+F</b>	<b>6 236</b>
Nombre d'actions composant le capital (en mTitres)		60.71
<b>Valeur par action (€) avant coût fiscal</b>		<b>102.7 €</b>
Impact fiscalité (%)		(10.4)%
<b>Valeur par action (€) après coût fiscal</b>		<b>92.0 €</b>

**NB** : Dans cette approche, la fiscalité retenue est identique à celle déterminée dans le modèle à « tours » présenté infra.

Un cours de bourse représentant la conjonction des opinions d'un très grand nombre d'intervenants<sup>8</sup> sur la valeur d'une action, nul ne peut affirmer connaître la manière dont le marché interprète la valeur boursière de Bolloré SE : La valeur des actifs sous-jacents seule ? La valeur des actifs inférieurs plus la valeur des boucles minorée d'une décote ? Décote de holding ? Décote de conglomérat ?

Toutefois, Compagnie du Cambodge se situant dans la chaîne de contrôle de Bolloré SE, il n'est pas inconcevable de penser que, en cas de cession de Bolloré SE par les sociétés qui le contrôlent, le prix de vente pourrait intégrer une prime de contrôle.

Compte tenu du contexte de l'Offre, i.e. une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, nous avons calculé la valeur de la Société en intégrant une prime de contrôle de 25 %<sup>9</sup>, portant la valeur de Bolloré SE, sur la base d'un cours moyen pondéré par les volumes 20 jours au 23 décembre 2024, à 7,29 € par action<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Pour rappel, le volume de transactions sur le titre Bolloré SE au cours des 12 mois se monte à 228 millions d'actions.

<sup>9</sup> Prime fixée par référence à la « 3<sup>ème</sup> étude des primes de contrôle » publié par PWC en mai 2023 qui détermine une prime moyenne offerte lors des offres publiques visant des sociétés dont le siège est situé en Europe de l'Ouest, comprise entre 14,6% (à l'annonce) et 27,7 % (à l'apparition des rumeurs).

<sup>10</sup> Pour rappel, les objectifs de cours des analystes financiers, qui tiennent compte de la « valeur » des boucles d'autodétention dans leurs travaux, estiment en moyenne l'objectif de cours de Bolloré SE à 6,5 €.

Dans ce contexte et toutes choses égales par ailleurs, le tableau suivant présente le détail des éléments composant la valeur de la Société :

CC - Élément composant l'ANR	% de dét.	Valeur (m€)
Compagnie de l'Odet	19.1%	2 712
Financière Moncey	63.7%	1 873
Financière V	23.3%	948
Plantations des Terres Rouges SA	10.0%	541
Société Industrielle et Financière de l'Artois	7.4%	229
Socfrance	18.4%	141
Compagnie de Pleuven	55.5%	85
La Forestière Équatoriale	64.6%	92
Société Bordelaise Africaine	0.7%	9
Socarfi	3.8%	5
SFASA	1.6%	(1)
<b>Sous-total Groupe</b>	<b>A</b>	<b>6 633</b>
Socfin	12.3%	56
Socfinasia	5.1%	16
Socfinaf	6.8%	15
IER	47.6%	38
<b>Sous-total Hors Groupe</b>	<b>B</b>	<b>125</b>
Autres actifs à la VNC	C	19
<b>Total actifs financiers</b>	<b>D = A+B+C</b>	<b>6 777</b>
Autres actifs (créances, trésorerie)	E	667
Autres passifs (provisions, dettes financières)	F	(5)
<b>Actif net réévalué</b>	<b>D+E+F</b>	<b>7 439</b>
<i>Nombre d'actions composant le capital (en mTitres)</i>		<i>60.71</i>
<b>Valeur par action (€) avant coût fiscal</b>		<b>122.5 €</b>
<i>Impact fiscalité (%)</i>		<i>(10.4)%</i>
<b>Valeur par action (€) après coût fiscal</b>		<b>109.7 €</b>

Ainsi, selon notre approche par l'ANR n°1, la valeur par action de la Société s'inscrit dans une fourchette comprise entre 92,0 € et 109,7 €.

#### 4.4.3 Actif net réévalué de Compagnie du Cambodge : approche n°2

En complément de l'approche itérative classique détaillée supra, nous avons également mis en œuvre un modèle de distribution à tours de l'ANR, basé sur celui conçu par le management pour estimer la fiscalité applicable aux dividendes versés aux sociétés composant les boucles d'autodétention (ci-après l'« ANR n°2 »).

Dans son principe général, ce modèle consiste à simuler le versement d'un dividende par Bolloré SE à ses actionnaires et à suivre le cheminement et la répartition de ce flux dans toutes les sociétés composant les boucles d'autodétention, par tours successifs de distribution.

La comparaison des flux de dividendes accumulés avec et sans frottements fiscaux permet d'estimer le taux d'impôt sur les sociétés total assumé par les sociétés composant les boucles.

Bien qu'elle s'apparente au modèle itératif que nous avons mis en œuvre supra, cette approche présente l'avantage d'utiliser comme point de départ une notion économique, le dividende, et de contourner le problème de la quantification de l'effet relatif des boucles d'autodétention en constatant, à partir de la structure juridique du Groupe à date, les sommes qui pourraient être effectivement perçues par les actionnaires n'étant pas parties aux boucles. En outre, cette approche permet d'ajouter une dimension temporelle au mécanisme de perception de la valeur, chaque tour de distribution étant encadré par des contraintes juridiques et comptables.

##### 4.4.3.1 Méthodologie mise en œuvre

Comme indiqué en préambule, le modèle que nous avons mis en œuvre constitue une généralisation du modèle économique préparé par le management visant à diffuser la valeur de Bolloré SE au sein du système de boucles d'autodétention afin d'être à même de mesurer les quotes-parts de cette valeur qui pourraient être perçues par les actionnaires de Compagnie du Cambodge.

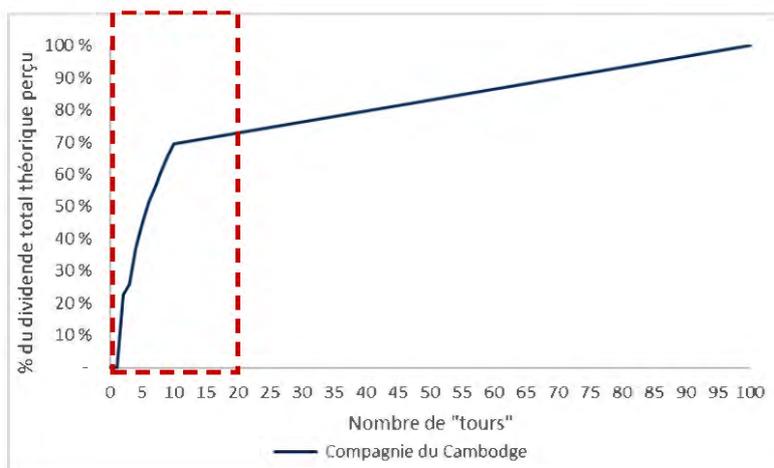
Paramètres d'entrée du modèle :

- matrice de détections croisées des 23 sociétés parties prenantes aux boucles d'autodétention et d'autocontrôle (après prise en compte des fusions de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard dans Compagnie du Cambodge, de Compagnie des Tramways de Rouen dans Financière Moncey et de Compagnie de Guénolé dans Sofibol) ;
- matrice de taux d'imposition des dividendes perçus par chacune des 23 sociétés considérées selon son statut fiscal (société française ou étrangère, application du régime mère fille, au sein d'un groupe d'intégration fiscale ou non, ...);
- actifs nets réévalués « propres » de chacune des 23 sociétés considérées, c'est-à-dire tenant compte de sa position financière nette ainsi que de la réévaluation en valeur de marchés des actifs « hors boucles » et ajustés de la valeur nette comptable des titres de sociétés intervenant dans les boucles d'autodétention, qui seront réévalués par le modèle.

L'approche peut se résumer de la manière suivante :

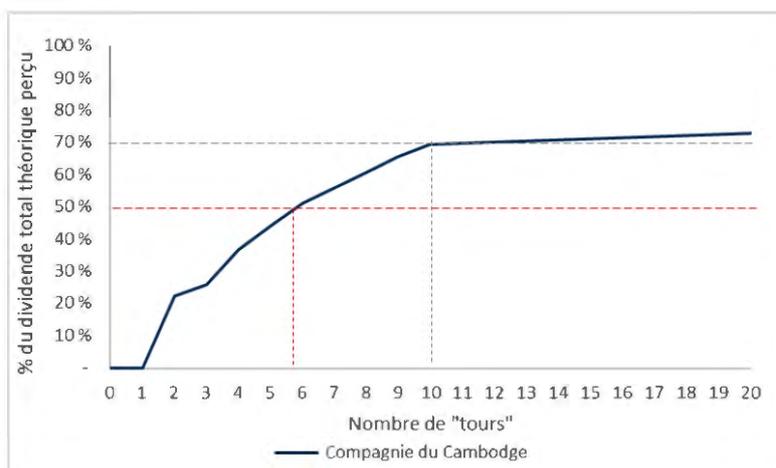
- en tour « 0 », nous considérons que les 23 sociétés prises en compte dans le modèle valent leurs actifs nets réévalués « propres » et calculons la valeur par action correspondante sur la base du nombre de titres composant le capital social de chaque entité. ;
- en tour « 1 », nous simulons le versement d'un dividende égal à l'ANR<sup>11</sup> « propre » de Bolloré SE et de l'intégralité des sociétés parties prenantes aux boucles d'autodétention à leurs actionnaires directs. Le dividende par action correspondant est ajouté à l'ANR « propre » par action calculé lors de l'étape précédente. Nous estimons ainsi le complément de valeur qui serait perçu par les actionnaires qui ne font pas partie des boucles d'autodétention (i.e. cette valeur ne sera pas réinjectée dans les boucles au tour suivant) ;
- en tour « 2 », toutes les sociétés faisant partie des boucles d'autodétention versent un dividende égal au montant perçu lors du tour précédent à leurs actionnaires, déduction faite des frottements fiscaux ;
- l'opération est ensuite répétée jusqu'à ce que les montants versés tendent significativement vers 0 (soit au minimum une cinquantaine de fois).

A titre d'illustration, le graphique ci-dessous montre l'évolution des sommes perçues au titre des boucles d'autodétention au niveau de Compagnie du Cambodge, en pourcentage du montant maximal potentiellement perçu, net de la fiscalité, après 100 tours<sup>12</sup> :



<sup>11</sup> Cf. annexe 8.2.2, valeur de Bolloré SE par la méthode de la somme des parties, ajusté des frais de holding capitalisés et d'un délai de cession des participations estimé à 1 an, mais sans prise en compte de décotes de placement ou de la fiscalité sur les plus-values.

<sup>12</sup> Cette illustration présente des dividendes non décotés et ne tient pas compte de l'ANR « propre » de Compagnie du Cambodge, qui s'ajoute à la valeur des boucles d'autodétention et dont nous avons tenu compte dans les résultats présentés ci-après.



Cette illustration met en lumière les constats suivants :

- La valeur à laquelle peut prétendre l'actionnaire de Compagnie du Cambodge au titre des boucles à instant « t » tend vers la valeur théorique issue des modèles mathématiques, sans jamais l'atteindre tout à fait.
- Chaque tour de distribution représentant au minimum une année, l'horizon de temps nécessaire à la perception de cette valeur est très significatif. Au cas d'espèce, l'actionnaire devra patienter presque 6 ans pour percevoir la moitié du montant théorique et 10 ans pour atteindre le seuil de 70 %.
- Nous relevons également que le rythme de la distribution ralentit significativement au-delà de la dixième année.

Compte tenu de ce qui précède, nous confirmons donc les positions déjà exprimées par les experts indépendants ayant attestés l'équité de l'offre publique d'achat simplifiée de Bolloré SE sur ses propres titres et le retrait de la cote des Plantations des Terres Rouges SA, à savoir que les modèles « mathématiques » ne permettent pas l'appréciation directe d'une valeur économique des boucles d'autodétention lorsque celles-ci ont un tel niveau de complexité.

Pour chercher à corriger ce biais et aboutir à une vision plus « économique » de la valeur des participations détenues par Compagnie du Cambodge dans les boucles d'autodétention, nous avons tenu compte du coût d'opportunité d'un investissement de risque équivalent en appliquant un taux d'actualisation au montant perçu par les actionnaires de la Société, à chaque tour de distribution.

#### 4.4.3.2 Taux d'actualisation appliqué aux dividendes théoriques perçus

Dans son principe, cette approche s'apparente à l'actualisation de dividendes développée §4.4.1, le flux théorique actualisé étant toutefois accéléré et maximisé par rapport aux dividendes historiquement versés par la Société. Nous lui avons donc appliqué une fourchette de taux d'actualisation identique (cf. annexe 8.4), soit un taux compris entre 6,9 % et 8,1 %, pour une valeur moyenne de 7,5 %.

#### 4.4.3.3 Limites du modèle « à tours » proposé

Même si l'objectif du modèle présenté supra est d'approcher une valeur « économique » des titres détenus par Compagnie du Cambodge dans des sociétés participant aux boucles d'autodétention du Groupe Bolloré, le modèle reste théorique et repose sur un certain nombre d'hypothèses fortes :

- il s'appuie sur la structure juridique du Groupe à date et ne tient pas compte d'éventuelles opérations de simplifications qui pourraient avoir lieu dans le futur. Cette hypothèse simplificatrice a pu être retenue car : (i) le management nous a affirmé dans la lettre figurant en annexe 8.5 qu'aucune simplification notable des boucles d'autocontrôle n'était envisagée à ce jour, et (ii) la simplification des boucles ayant le plus d'impact sur la valeur impliquerait des coûts et des délais importants.

- dans sa version originale, le modèle a été conçu pour estimer des distributions de dividendes. La généralisation à laquelle nous nous sommes livrés suppose une approche « liquidative » théorique de la valeur de Bolloré SE qui implique des délais et des coûts très significatifs de mise en œuvre et de transactions<sup>13</sup>, dont nous n'avons pas tenu compte. Les résultats auxquels nous parvenons doivent donc être considérés comme des fourchettes hautes de valeur.
- Les résultats auxquels nous aboutissons retiennent un horizon d'un an pour chaque « tour », soit le délai minimum envisageable compte tenu des obligations entourant le versement de dividendes<sup>14</sup>. La sensibilité des résultats à cette hypothèse étant très significative (cf. infra), ce choix bénéficie significativement à l'actionnaire minoritaire de Compagnie du Cambodge, aux dépens de celui de Bolloré SE.

#### 4.4.3.4 Résultats de l'approche de valeur

Dans la présentation ci-dessous, identique à celle utilisée pour l'ANR n°1, l'ANR n°2 « propre » par action de la Société est estimé en ne tenant compte de la valeur que des participations directes et des autres actifs et passifs comptabilisés à son bilan social. La valeur des titres détenus dans les sociétés du Groupe parties prenantes aux boucles d'autodétention est ensuite estimée comme la somme des dividendes par actions nets de la fiscalité applicable<sup>15</sup> perçus sur 100 tours.

CC - Élément composant l'ANR	% de dét.	Valeur (m€)
<b>Sous-total Groupe</b>	<b>A</b>	<b>-</b>
Socfin	12%	56
Socfinasia	5%	16
Socfinaf	7%	15
IER	48%	38
<b>Sous-total Hors Groupe</b>	<b>B</b>	<b>125</b>
Autres actifs à la VNC	C	10
<b>Total actifs financiers</b>	<b>D = A+B+C</b>	<b>134</b>
Autres actifs (créances, trésorerie)	E	667
Autres passifs (provisions, dettes financières)	F	(5)
Impositions des plus-values "propres"	G	(2)
<b>Actif net réévalué "propre"</b>	<b>D+E+F+G</b>	<b>793</b>
Nombre d'actions composant le capital (en mTitres)		60.71
<b>Valeur par action (€) "propre"</b>	<b>H</b>	<b>13.1 €</b>
<b>Dividendes cumulés par action perçus du Groupe<sup>(1)</sup></b>	<b>I</b>	<b>97.1 €</b>
<b>Valeur par action (€) totale</b>	<b>H+I</b>	<b>110.2 €</b>

(1) Valeur présente pour 100 tours, nets de la fiscalité applicable

Dans ce contexte, le modèle de distribution à tours estime la valeur de l'action Compagnie du Cambodge 110,2 € sur laquelle le prix d'Offre extériorise une décote de 0,2 %.

#### 4.4.3.5 Sensibilité de la valeur aux paramètres du modèle

Compagnie du Cambodge €		Taux d'actualisation				
		6.5 %	7.0 %	7.5 %	8.0 %	8.5 %
Durée du tour en années	1.00	116.5	113.3	110.2	107.2	104.5
	1.25	107.1	103.6	100.5	97.4	94.6
	1.50	99.0	95.5	92.3	89.3	86.4
	1.75	92.0	88.5	85.3	82.3	79.5
	2.00	85.9	82.5	79.3	76.3	73.6

<sup>13</sup> Fiscalité sur les plus-values, décotes de placements, frais de transactions, ...

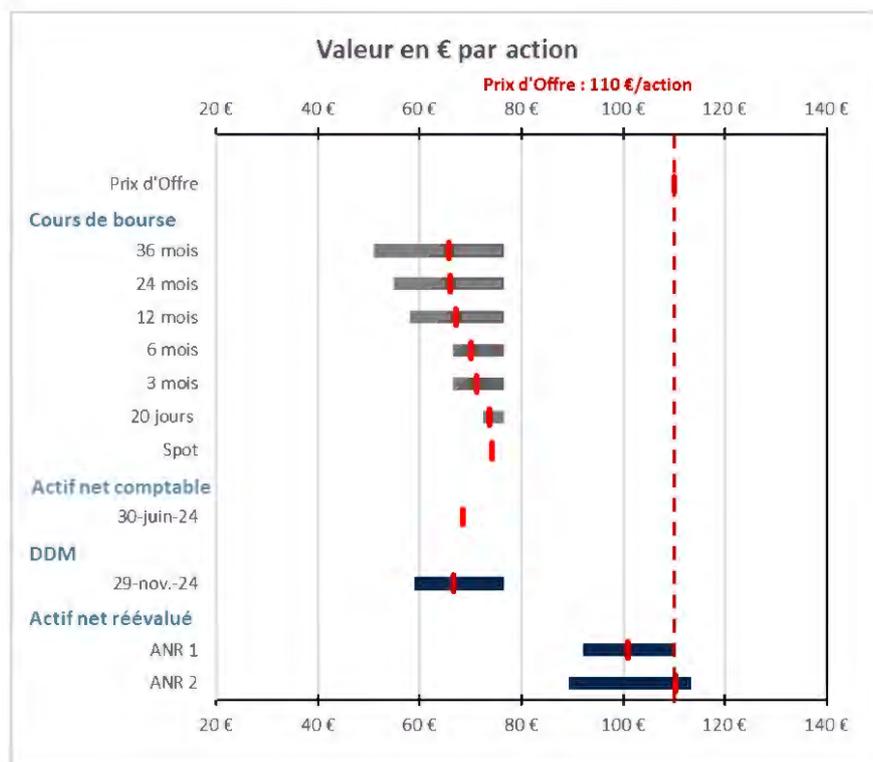
<sup>14</sup> Existence de bénéfices et/ou de réserves distribuables, approbation des comptes et du montant du dividende à verser.

<sup>15</sup> Fiscalité des dividendes aux taux de droit commun ou une quote-part de celui-ci lorsque des régimes de faveur sont applicables (régime mère-fille au sein d'un groupe d'intégration fiscale ou non notamment).

Compagnie du Cambodge		Horizon de la liquidation en mois (hors cash)				
€		-	6	12	18	24
Décote de placement (hors cash)	-	114.8	112.4	110.2	108.0	105.8
	(5)%	111.5	109.2	107.1	105.0	103.0
	(10)%	108.2	106.0	104.0	102.0	100.1
	(15)%	104.9	102.8	100.9	99.0	97.2
	(20)%	101.5	99.6	97.8	96.1	94.4

**NB** : l'éventuelle décote de placement et l'horizon de cession des actifs n'ont pas été pris en compte pour ce qui est du cash disponible chez Bolloré SE, supposé distribué immédiatement à sa valeur faciale.

#### 4.4.4 Synthèse des résultats



### 4.5 Référence retenue pour l'appréciation de la parité d'échange en actions UMG

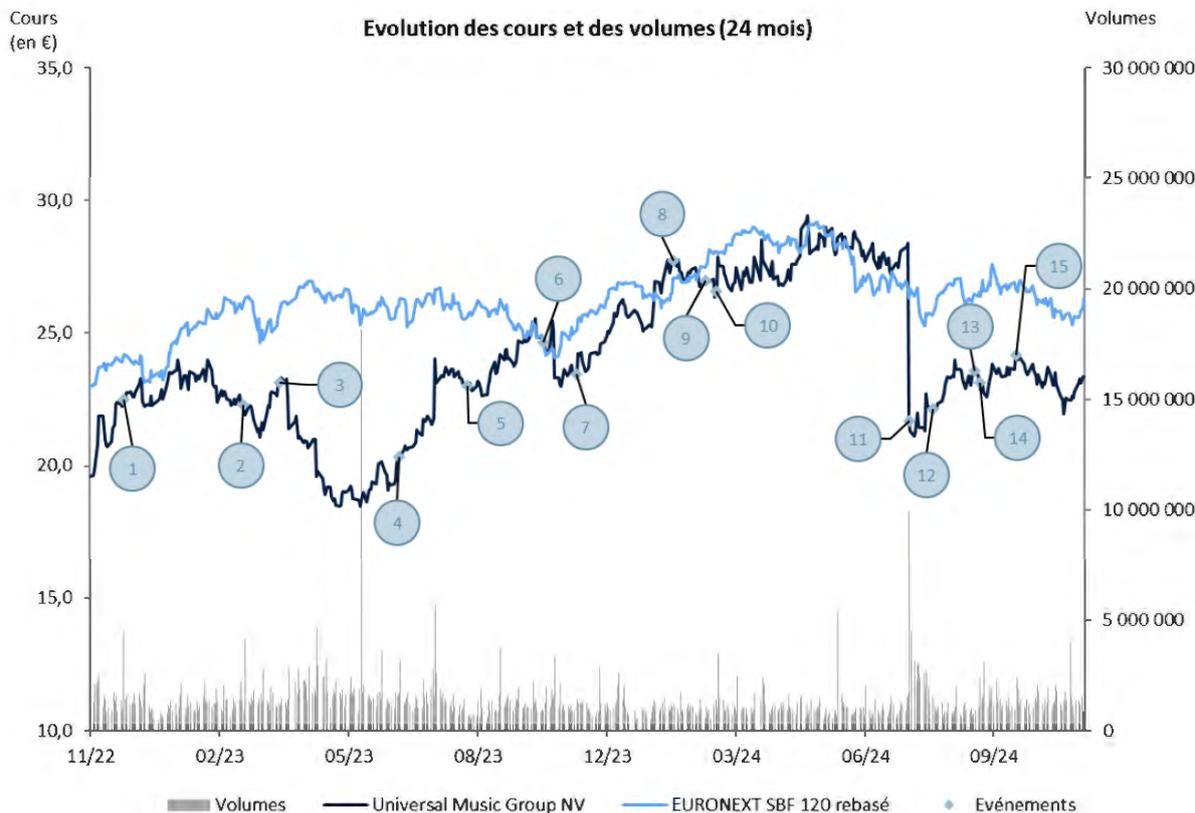
#### 4.5.1 Cours de Bourse d'UMG

Universal Music Group (UMG) est une société cotée dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext Amsterdam (ISIN : NL0015000IY2). Au 23 décembre 2024, son cours de clôture s'établit à 24,37 €, avec une moyenne pondérée par les volumes de 25,21 € sur les douze mois précédents. Sur cette même période, la rotation du flottant s'est élevée à 34,6 %, la rotation du capital à 18,1 %.

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	29.49	16.65	22.50	1 194 352 029	1 553 124	65.63%	125.95%	100.00%
24 mois	29.49	18.29	23.52	720 544 928	1 412 833	39.53%	75.72%	100.00%
12 mois	29.49	19.93	25.21	330 110 284	1 299 647	18.07%	34.55%	100.00%
6 mois	28.72	19.93	23.56	192 354 356	1 479 649	10.52%	20.09%	100.00%
3 mois	25.18	21.86	23.49	94 086 721	1 470 105	5.14%	9.83%	100.00%
20 jours	25.18	22.29	23.66	31 985 537	1 599 277	1.75%	1.75%	100.00%
Spot	24.44	24.00	24.37	2 508 410	2 508 410	0.14%	0.14%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution des cours et des volumes de l'action UMG sur une période de 24 mois, ainsi que les principaux événements ayant marqué l'activité du groupe.



Le 30 novembre 2022 (①), UMG acquiert 49 % du groupe belge indépendant PIAS, consolidant l’alliance stratégique initiée entre les deux entités en juin 2021.

Le 2 mars 2023 (②), UMG annonce un chiffre d’affaires de 2,942 milliards d’euros pour l’exercice 2022, marquant une hausse de 21,6 % par rapport à l’année précédente (+13,6 % à taux de change constant).

Le 30 mars 2023 (③), le mandat de Lucian Grainge, PDG de UMG, est prolongé jusqu’au 1er mai 2028.

Le 30 juin 2023 (④), UMG annonce l’acquisition de 70 % du groupe musical thaïlandais RS Music Group, renforçant ainsi sa présence en Asie.

Le 21 août 2023 (⑤), YouTube lance un incubateur Music AI avec UMG comme partenaire, visant à développer des solutions d’intelligence artificielle pour la musique.

Le 18 octobre 2023 (⑥), un partenariat est conclu entre UMG et BandLab Technologies pour protéger les droits des artistes et des auteurs-compositeurs.

Le 13 novembre 2023 (⑦), les objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre de UMG sont approuvés par l’initiative Science Based Targets (SBTi).

Le 26 janvier 2024 (⑧), UMG annonce de nouveaux plans de suppression d’emplois dans le contexte de restructurations globales dans le secteur des technologies et des médias.

Le 20 février 2024 (⑨), UMG acquiert 25,8 % de Chord Music Partners, une filiale de KKR & Co et Dundee Venture Capital.

Le 28 février 2024 (⑩), UMG déclare un objectif de 250 millions d’euros d’économies d’ici 2026 grâce à une rationalisation des activités et des réductions d’effectifs.

Le 25 juillet 2024 (⑪), l’action UMG subit une chute historique après l’annonce des résultats 2023 et une croissance des revenus d’abonnements limitée à 6,9 %, en deçà des prévisions de 11 %.

Le 12 août 2024 (⑫), UMG et Meta signent un nouvel accord global pluriannuel visant à offrir davantage d’opportunités aux artistes UMG sur les plateformes Meta.

Le 13 septembre 2024 (⑬), l’Offre Publique de Retrait est annoncée pour les trois filiales du groupe Bolloré SE : Compagnie du Cambodge, Société Industrielle et Financière de l’Artois, et Financière Moncey.

Le 17 septembre 2024 (14), UMG finalise l'acquisition des 30 % restants de RS Music Group, devenant propriétaire unique de l'entreprise thaïlandaise.

Le 15 octobre 2024 (15), UMG acquiert les 51 % restants de la société belge PIAS, portant ainsi sa participation à 100 %.

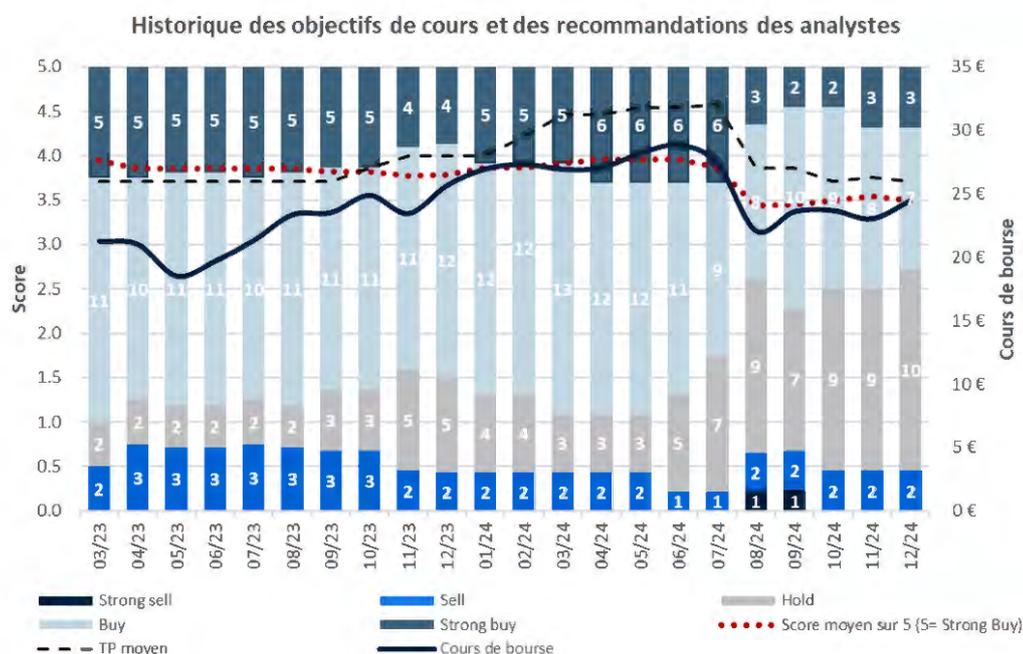
## 4.5.2 Objectifs de cours des analystes

Date de mise à jour	Analyste	Objectif de cours	Horizon en mois (à l'émission)	Cours de référence	Date du cours de référence	Recommandation référence	Recommandation *	Ecart vs Cours de réf.
23-déc.-24	UBS	26.0	12	24.4	20-déc.-24	Achat	1	13 %
17-déc.-24	Morgan Stanley	29.0	12	24.4	16-déc.-24	Surpondérer	2	19 %
17-déc.-24	Barclays	26.0	12	24.4	16-déc.-24	Neutre	3	7 %
16-déc.-24	Guggenheim	25.5	12	24.4	16-déc.-24	Neutre	3	4 %
21-nov.-24	ESN CIC	24.5	12	22.7	18-nov.-24	Neutre	3	8 %
01-nov.-24	Bank of America	21.0	12	23.1	31-oct.-24	Souspondérer	4	(9)%
01-nov.-24	BNP Paribas Exane	27.5	12	23.4	31-oct.-24	Surpondérer	2	18 %
18-sept.-24	Jefferies	26.0	12	23.2	17-sept.-24	Achat	1	12 %
12-sept.-24	Wells Fargo	27.0	12	23.3	9-sept.-24	Neutre	3	16 %
31-oct.-24	Deutsche Bank	32.0	12	23.1	31-oct.-24	Achat	1	39 %
29-oct.-24	Kepler Cheuvreux	23.5	12	23.9	28-oct.-24	Conserver	3	(2)%
28-oct.-24	J.P. Morgan	33.0	12	23.6	25-oct.-24	Renforcer	2	40 %
17-sept.-24	TD Cowen	30.0	12	23.2	17-sept.-24	Achat	1	30 %
13-août-24	HSBC	23.7	12	22.2	9-août-24	Conserver	3	7 %
03-mai-24	Ing	33.0	12	27.9	2-mai-24	Achat	1	18 %
29-févr.-24	Société Générale	31.5	12	26.4	27-févr.-24	Achat	1	19 %
4-oct.-24	Moyenne	27.5	12.0	24.0			2.1	15 %
30-oct.-24	Mediane	26.5	12.0	23.5			2.0	14 %
14-oct.-24	Moyenne hors extrêmes	27.5	12.0	23.8			2.1	15 %

\*1 = Achat ; 2 = Surpondérer ou Renforcer ; 3 = Neutre ou Conserver ; 4 = Alléger ou Souspondérer ; 5 = Vendre

L'action UMG fait l'objet d'un suivi régulier par de nombreux analystes financiers. Le tableau ci-dessous synthétise les derniers objectifs de cours publiés pour 16 analystes.

## 4.5.3 Evolution de l'objectif de cours moyen des analystes



## 4.5.4 Conclusion

Compte tenu de ce qui précède, nous considérons que le titre UMG comme suffisamment liquide pour servir de support à une branche d'échange. La parité de 4,69 actions UMG par action Compagnie du Cambodge proposée par l'Initiateur ayant été actualisée à partir du cours moyen 20 jours constaté le 23 décembre 2024, elle ressort logiquement proche des fourchettes hautes issues de nos travaux d'évaluation.

# 5 | ANALYSE DES TRAVAUX DES ÉVALUATEURS

Conformément à l'instruction 2006-08 du 28 septembre 2006 modifiée le 10 février 2020, nous avons conduit une analyse des travaux d'évaluation réalisés par Natixis Corporate and Investment Banking et Société Générale (ci-après, les « Banques » ou les « Évaluateurs ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

Les fourchettes de valeurs auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées, étant précisé que nous ne retenons pas le cours de bourse comme approche principale d'évaluation, sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Compagnie du Cambodge Méthodes/Référence		Banques			BM&A		
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Cours de bourse (12 septembre 2024)	12 mois	58.0	66.9	76.5	58.0	67.0	76.5
	6 mois	n.c.	70.0	n.c.	66.5	70.0	76.5
	3 mois	n.c.	71.1	n.c.	66.5	71.0	76.5
	20 jours	n.c.	73.1	n.c.	72.5	73.6	76.5
	Spot	n.c.	74.0	n.c.	74.0	74.0	74.0
DDM		n.c.	40.8	n.c.	59.0	66.6	76.7
ANR	ANR "Odet"	66.5	80.7	95.0	n.c.	n.c.	n.c.
	ANR "BSE"	70.9	86.1	101.2	92.0	100.9	109.7
	ANR "à tours"	n.c.	n.c.	n.c.	89.3	110.2	113.3

## 5.1 Comparaison des méthodes et des références d'évaluation écartées

### 5.1.1 Actif net comptable

Si nous rejoignons les Banques sur le manque de pertinence de cette méthode pour évaluer la Société, nous ne faisons pas le même constat s'agissant des raisons qui nous poussent à rejeter la méthode. En effet les Banques indiquent que la méthode n'est pas pertinente du fait de l'absence de prise en compte des perspectives de la Société et du fait de la non-intégration de décotes de holding dans l'ANC de Compagnie du Cambodge.

Nous considérons pour notre part que :

- les perspectives de la Société sont au moins partiellement prises en compte dans les comptes consolidés de Compagnie du Cambodge à travers l'évaluation à la juste valeur des titres comptabilisés en actifs financiers et par la revalorisation par transparence des titres mis en équivalence ;
- des décotes de holding implicites sont mécaniquement prises en compte dans cet exercice de revalorisation de titres détenus, celui-ci s'appuyant essentiellement sur le cours de bourse de Compagnie de l'Odet.

### 5.1.2 Référence à une opération significative sur le capital de la Société

Comme nous, les Banques constatent l'absence de transaction récente sur le capital de la Société.

### 5.1.3 Actualisation de flux de trésorerie (pour évaluer la Société)

Comme les Banques, nous considérons la méthode inadaptée pour évaluer directement une société holding détenant des actifs diversifiés.

### 5.1.4 Approches analogiques (pour évaluer la Société)

Nous rejoignons les Banques sur l'absence de références pertinentes disponibles (transactions ou comparables cotés) compte tenu de la nature et du mode de détention des actifs faisant la valeur de Compagnie du Cambodge.

## 5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif

### 5.2.1 Actualisation de dividendes

Les Banques présentent la méthode de l'actualisation des flux de dividendes qu'à titre illustratif, compte tenu de la nature discrétionnaire du taux de distribution. Nous avons pour notre part choisi de présenter l'approche dans les méthodes retenues à titre principal, celle-ci permettant de présenter une vision économique pertinente de la valeur de Compagnie du Cambodge pour ses actionnaires. Nous rejoignons les Banques sur la problématique posée par le caractère discrétionnaire de la distribution de dividende mais considérons que, compte tenu du contexte de l'Offre, la difficulté peut être contournée en retenant des hypothèses optimistes pour ce paramètre.

Les Banques retiennent des hypothèses volontaristes s'agissant : (i) de la croissance du résultat net de Compagnie du Cambodge, qui est alignée sur celle prévue par les analystes financiers pour Bolloré SE et, (ii), pour le taux de distribution fixé à 100 %.

Nous avons, pour notre part, retenu une approche méthodologiquement identique mais différant sur certains paramètres :

- Nous avons également aligné la croissance du résultat net de Compagnie du Cambodge sur celle anticipée pour le résultat net de Bolloré SE mais constatons une croissance annuelle anticipée plus élevée et plus rapide que les Banques (10,2 % sur la période 2023-2028 pour les Évaluateurs, là où nous aboutissons à 18,0 %).
- Les Banques utilisent une période d'extrapolation de cinq ans là où nous avons utilisé 3 années de prévisions des analystes financiers suivies d'une période de convergence vers le taux de croissance à l'infini de cinq ans.
- Les Banques retiennent un taux d'actualisation de 7,9 %, cohérent avec le haut de la fourchette issue de nos propres travaux 8,1 %, cf. §8.4).

Compte tenu d'hypothèses encore plus volontaristes, nous aboutissons à une valeur de 66,6 € par action là où les Banques concluent à une valeur de 40,8 € par action.

## 5.3 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal

### 5.3.1 Référence au cours de bourse

Les Banques présentent la référence au cours de bourse de Compagnie du Cambodge à titre principal. Nous l'avons pour notre part présentée uniquement à titre indicatif, compte tenu d'une liquidité limitée du titre et d'un flottant extrêmement étroit.

Les références de cours présentées dans les éléments d'appréciation du prix de l'Offre relevées la veille de la date retenue pour nos travaux, ressortent quasi identiques à celles que nous présentons, les quelques différences s'expliquant par des périodes de calcul légèrement différentes.

### 5.3.2 Actif net réévalué de Compagnie du Cambodge

#### 5.3.2.1 Approches de l'ANR développée par les Banques

Comme nous et compte tenu du profil de la société évaluée, les Banques retiennent la méthode de l'actif net réévalué (ANR) à titre principal basée sur des cours moyens 1 mois pour les participations cotées du Groupe, une approche d'évaluation intrinsèque pour la société IER et des valeurs nettes comptables pour les autres

participations. La valeur des participations dans les holdings du Groupe, soit les boucles d'autodétention, ont été déterminées selon deux méthodes distinctes :

- L'ANR 1 (Banques) valorise les boucles de manière itérative à partir du cours de bourse de Compagnie de l'Odet, méthode similaire à celle utilisée pour l'évaluation de la boucle d'autocontrôle dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés.
- L'ANR 2 (Banques) utilise une méthodologie identique mais détermine la valeur de l'action de Compagnie de l'Odet par transparence à partir de celle de l'action Bolloré SE.

Les valeurs brutes ainsi déterminées ont été ensuite soumises à deux niveaux de décotes :

- une première décote d'illiquidité de 8,1 %, en ligne avec celle appliquée dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés de Bolloré SE, a été appliquée à toutes les participations non cotées détenues directement par Compagnie du Cambodge ;
- les résultats ainsi obtenus ont ensuite été décotés dans une fourchette de 0 % à 30 % pour refléter le caractère congloméral de Compagnie du Cambodge.

L'ANR 2 développé par les Banques peut donc se comparer à notre ANR n°1, les principes retenus étant très proches aux différences suivantes près : Les banques tiennent compte d'une décote d'illiquidité de 8,1 % et d'éventuelles décotes de holding là où nous n'avons retenu que l'impact de fiscalité et ajouté une prime de contrôle pour déterminer une fourchette haute.

S'agissant de l'ANR 1 développé par les Banques, l'utilisation du cours de Compagnie de l'Odet comme référence de valeur pour le Groupe pose le problème de sa liquidité, qui ressort nettement inférieure<sup>16</sup> à celle du titre Bolloré SE, et des décotes de holding appliquées par le marché à ce titre.

Dans ce contexte et compte tenu, (i) du retrait obligatoire envisagé et (ii), de la convergence entre l'ANR du Groupe et la capitalisation boursière de Bolloré SE présentée supra, nous n'avons pas développé d'approche basée sur le cours de bourse de Compagnie de l'Odet.

### **5.3.2.2 Trésorerie nette et ANR « propre » de Compagnie du Cambodge**

Les Banques retiennent une trésorerie nette égale à la somme des montants au 30 juin 2024 fournis par le management pour Compagnie du Cambodge et Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard, soit 658 m€. Nous avons retenu pour notre part une approche différente s'appuyant sur l'actif net comptable du nouvel ensemble fusionné. Compte tenu de la prise en compte du BFR des deux entités dans notre calcul, nous aboutissons à une valeur très légèrement supérieure de 662 m€.

Cet absence d'écart se maintient au niveau de l'ANR « propre » de Compagnie du Cambodge, estimé à 791 m€ par les Banques alors qu'il ressort à 793 m€ dans nos analyses.

### **5.3.2.3 Valeur de la participation dans IER**

Comme nous, les Banques ont évalué la participation dans la société IER grâce à une actualisation de flux de trésorerie s'appuyant sur le plan d'affaires produit par le management.

### **5.3.2.4 Décotes appliquées**

La question de la prise en compte de décotes de holding dans l'ANR de la Société est complexe compte tenu de l'expropriation envisagée des actionnaires minoritaires de Compagnie du Cambodge. Nous considérons en effet que la nature de l'Offre exclut l'application de décotes forfaitaires, prises en compte lors de l'OPAS de 2023 par exemple.

---

<sup>16</sup> Avec un flottant extrêmement étroit de seulement 8 %, la rotation du capital de Compagnie de l'Odet sur les 12 derniers mois ressort inférieure à 2 % (pour une rotation du flottant de 22,4 %). Le montant échangé sur la même période représente 184 m€ (contre 1,3 mds€ pour Bolloré SE).

A l'inverse, nous considérons que les frais, les risques et les contraintes subis par l'ensemble des actionnaires de Compagnie du Cambodge doivent être pris en compte dans l'analyse.

Dans ce contexte, nous avons développé une approche alternative à celle mise en œuvre par les Banques, l'ANR n°2, qui permet la quantification de l'effet « d'éloignement » de Compagnie du Cambodge des actifs qui font l'essentiel de sa valeur.

# 6 | REPONSE AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Comme indiqué §2.4 supra, une dizaine d'actionnaires minoritaires nous ont contactés et nous ont communiqué leurs observations concernant les trois offres présentées<sup>17</sup>.

Le 6 décembre 2024, nous avons tenu une réunion avec ceux qui avaient manifesté le souhait de nous rencontrer, soit 6 personnes.

## 6.1 Synthèse des observations transmises par les actionnaires minoritaires

En dépit de certaines positions divergentes et de développements parfois confus, il est possible de dégager quelques grandes lignes de force dans les observations transmises par les actionnaires minoritaires :

- La récusation de l'utilisation du cours de bourse, que ce soit celui de Bolloré SE ou de Compagnie de l'Odet, en tant que valeur de référence à prendre en compte pour la valorisation des sociétés cibles au motif que ces cours de bourse (i) intègreraient des décotes de holding et ou d'illiquidité, (ii) ne tiendraient pas compte de la valeur des boucles d'autocontrôle, (iii) ne seraient pas efficaces s'agissant en particulier de Compagnie de l'Odet ;
- Le souhait de voir utiliser, en lieu et place du cours de bourse, un ANR ou une SOTP (somme des parties pour *Sum-of-the-Parts*) ou de l'ANC<sup>18</sup> de Bolloré SE tenant compte de la valeur des boucles d'autocontrôle ; la prise en compte de la valeur des boucles d'autocontrôle serait justifiée par l'anticipation de la simplification des structures de détention (déjà à l'œuvre comme le démontreraient les fusions par absorption de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard par Compagnie du Cambodge et de Compagnie des Tramways de Rouen par Financière Moncey) et dont le bénéfice reviendrait ensuite au seul actionnaire majoritaire ;
- Le refus de toute forme de décote, qu'elle soit de holding, liée à la fiscalité ou aux coûts d'exploitation, notamment sur les avoirs en numéraire, inapplicable dans le cadre d'un retrait obligatoire.

De manière plus anecdotique, certains actionnaires minoritaires :

- acceptent l'utilisation du cours de bourse mais contestent la prise en compte de la fiscalité ;
- font remarquer que la liquidité de Financière Moncey et de Compagnie du Cambodge a été améliorée grâce à la division du nominal par 100 ;
- notent que le Groupe Bolloré a procédé à des achats de titres Compagnie de l'Odet et Bolloré SE à un cours supérieur à celui retenu pour les travaux d'évaluation ;
- souhaitent une branche alternative rémunérée en titres Bolloré SE.

Depuis l'annonce du rehaussement du prix d'Offre, le 23 décembre 2024, des courriers supplémentaires nous ont été adressés par les actionnaires minoritaires. Ils y réitèrent leurs conclusions quant au caractère insuffisant du prix proposé, la plupart d'entre eux expliquant l'augmentation du prix par une simple prise en compte de l'évolution des cours de Compagnie de l'Odet et d'UMG et une majorité d'entre eux déplorant l'absence d'une offre d'échange complémentaire en titres Bolloré SE.

<sup>17</sup> La moitié des actionnaires minoritaires qui sont entrés en contact avec nous ont déclaré détenir des participations dans plus d'une société concernée par l'opération.

<sup>18</sup> Nous supposons qu'il s'agit de l'ANC consolidé.

## 6.2 Réponse aux observations des actionnaires minoritaires

### 6.2.1 Sur l'utilisation du cours de bourse Bolloré SE comme référence de valeur

La référence à la valeur boursière de Bolloré SE pour inférer la valeur des actions de la Société fait déjà l'objet de développements détaillés §4.4.2 supra. En synthèse :

- Nous considérons que le marché du titre Bolloré SE est suffisamment liquide pour que les cours observés puissent être considérés comme des références de valeur pertinentes. Si nous partageons l'opinion de certains actionnaires minoritaires sur le fait que la structure juridique complexe du Groupe nuit à l'efficacité du marché des actions des sociétés cotées parties aux boucles d'autodétention, notre approche de l'actif net réévalué de Bolloré SE montre que le marché valorise le Groupe à un niveau cohérent avec la valeur par transparence des actifs cotés détenus. Dans ce contexte, nous considérons le cours de bourse comme une référence pertinente pour estimer la valeur « réelle » du Groupe à 100 %, la valeur potentielle des boucles devant faire l'objet de travaux complémentaires qui dépendent du positionnement de la société évaluée dans le système d'autodétentions croisées.
- Notre conclusion sur les éventuelles décotes qui seraient implicitement intégrées au cours de bourse de Bolloré est à rapprocher des réponses apportées supra : si ce raisonnement peut, selon nous, éventuellement être retenu pour une évaluation qui s'appuierait sur le cours de bourse de Compagnie de l'Odet, il est beaucoup plus difficile à retenir dans le cas du cours Bolloré, plus liquide et qui conduit à évaluer le Groupe à un niveau cohérent avec la valeur réelle de ses actifs. L'éventualité soulevée par les actionnaires minoritaires a, de surcroît, été traitée dans nos deux approches de l'ANR de la Société qui, (i) ajoutent, en fourchette haute de l'ANR n°1, une prime de contrôle qui pourrait également être interprétée comme l'annulation d'une décote qui serait éventuellement appliquée par le marché et, (ii), qui s'appuient sur une somme des parties de Bolloré SE dans le cas de l'ANR n°2.

### 6.2.2 Sur l'utilisation d'une somme des parties pour évaluer Bolloré SE

Nous considérons, comme les actionnaires minoritaires, que l'appréciation de la valeur de Bolloré SE à travers une approche patrimoniale comme la somme des parties est utile pour analyser le positionnement de son cours de bourse par rapport à la problématique des boucles d'autodétention.

Nous avons réalisé cet exercice §8.2 infra et aboutissons à une valeur du même ordre de grandeur que la capitalisation boursière de la société<sup>19</sup>. Dans ce contexte, nous avons considéré que la valeur boursière était tout aussi pertinente que la somme des parties pour évaluer le Groupe dans son ensemble et avons choisi de traiter la question de la valeur des boucles d'autodétention pour les actionnaires individuels de la Société selon deux approches complémentaires :

- L'ANR n°1, qui part du principe que la valeur des boucles d'autodétention au niveau de Bolloré SE<sup>20</sup> sont prises en compte par le marché dans le cours de bourse, et que seule la valeur des boucles d'autocontrôle<sup>21</sup> doit être ajoutée et qui ajuste cette valeur boursière d'une prime de contrôle et de la fiscalité.
- L'ANR n°2 qui s'appuie sur une valeur à 100 % du Groupe déterminée par la méthode de la somme des parties et simule sa distribution au sein du système de boucles pris dans son intégralité, déduction faite de la fiscalité et du coût d'opportunité d'un investissement de risque équivalent.

<sup>19</sup> Calculée à partir du nombre d'actions total inscrites à la cote, donc non retraité de l'autocontrôle direct ou indirect.

<sup>20</sup> Soit essentiellement la galaxie de sociétés holding issues de l'acquisition de la banque Rivaud.

<sup>21</sup> Soit les sociétés composant la structure de détention du Groupe par la famille Bolloré (essentiellement Compagnie de l'Odet, Sofibol, Financière V, Omnium Bolloré et Bolloré Participations SE).

### 6.2.3 Sur l'utilisation de son actif net comptable consolidé pour évaluer Bolloré SE

Certains actionnaires minoritaires font remarquer que les approches de valeurs retenues pour Bolloré SE ressortent inférieures à l'actif net comptable consolidé (ANCC) publié dans les comptes de la société et font référence à la décision rendue par le Conseil des Marchés Financiers lors de l'opération Louis-Dreyfus Citrus de 2001 pour demander que cet ANCC soit considéré comme un plancher de valeur pour Bolloré SE.

Ce positionnement appelle plusieurs remarques de notre part :

- Il faut tout d'abord rappeler, qu'en application des normes comptables IFRS, l'actif net comptable consolidé de Bolloré SE intègre la juste valeur des boucles d'autocontrôle du point de vue de la société. Appliquer cette valorisation à une autre société partie aux boucles d'autodétention reviendrait donc à compter deux fois cette valeur. De ce fait, l'ANCC de Bolloré SE n'est pas une référence de valeur pertinente pour calculer indirectement l'actif net réévalué de la Société.
- Nous rappellerons également que l'application pertinente de la démarche retenue pour l'opération Louis-Dreyfus Citrus doit se faire au niveau de la Société. Cela est rendu possible dans le cas présent par le fait que Compagnie du Cambodge publie également des comptes consolidés, dans lesquels les boucles d'autodétention sont évaluées à la juste-valeur avec la même méthodologie que celle retenue pour l'établissement des comptes consolidés de Bolloré SE. Nous détaillons cette approche §4.3.1 supra et concluons que le prix proposé offre une prime de 61 % par rapport à cette référence.
- Nous remarquons par ailleurs que le modèle à « tours », mis en œuvre dans notre seconde approche de l'ANR de la Société, évalue les capitaux propres de Bolloré SE à niveau cohérent avec l'actif net part du Groupe consolidé comptabilisé à fin juin 2024.

### 6.2.4 Sur la simplification du Groupe Bolloré

Nous partageons également le constat des actionnaires minoritaires sur le fait qu'une simplification rapide de l'organigramme du Groupe aurait des impacts significatifs sur la valeur des actions de la Société. Comme nous le rappelons §4.2 supra, ces impacts ne seraient toutefois pas tous positifs :

- La simplification de l'organigramme impliquerait en effet un phénomène de relution qui augmenterait la quote-part faciale à laquelle auraient droit les actionnaires de Compagnie du Cambodge dans la valeur à 100 % du Groupe et limiterait les frottements fiscaux.
- A l'inverse, cette simplification entraînerait des coûts et des délais impossibles à chiffrer à ce jour, notamment si les boucles d'autocontrôle devaient être touchées.

En réponse à nos questionnements sur ce point, le management nous a affirmé dans la lettre figurant en annexe 8.5 qu'aucune simplification notable des boucles d'autocontrôle n'était envisagée à ce jour.

### 6.2.5 Sur l'application de décotes dans un contexte de retrait obligatoire

#### 6.2.5.1 Sur l'application de décotes à l'ANR de la société évaluée

Certains actionnaires minoritaires font référence à l'offre publique d'achat simplifiée de 2017 sur Fimalac pour laisser entendre que, pour une société holding, la pratique serait de réaliser les retraits de la cote à l'ANR, sans décote d'aucune sorte.

Nous considérons que cette présentation simplifiée de manière exagérée la problématique. Comme nous l'indiquons §5.3.2.4 supra, nous considérons que la nature de l'Offre exclut l'application de décotes économiquement justifiées mais forfaitaires, comme cela avait été le cas pour l'OPAS de 2023. A l'inverse, nous considérons que tous les éléments négatifs subis par l'intégralité des actionnaires de la société évaluée et qui ne seraient pas remis en cause par l'opération envisagée doivent être pris en compte dans l'appréciation de la valeur. On citera notamment au cas

d'espèce les frais de holding, la fiscalité ainsi que l'effet « d'éloignement » des actifs qui forment l'essentiel de la valeur de Compagnie du Cambodge.

A ce titre, nous relevons que l'expert indépendant qui était intervenu sur le retrait de la cote de Fimalac avait bien déduit de l'ANR du groupe la fiscalité sur les plus-values latentes ainsi que des frais de holding capitalisés pour un montant relatif très proche de celui que nous avons appliqué à l'ANR de Bolloré SE dans notre l'ANR n°2.

Parallèlement, l'application de frottements fiscaux est également remise en cause par certains actionnaires minoritaires, soit car ceux-ci seraient négligeables compte tenu de l'application du régime mère fille, soit car ils sont induits par une structure de détention complexe qui pourrait être simplifiée par l'Initiateur :

- Sur le premier point, nous confirmons que le taux d'imposition sur les remontées de dividendes est très faible si le régime mère fille peut s'appliquer, et d'autant plus si la société fait partie d'un groupe d'intégration fiscale. A l'inverse, toutes les sociétés composant la « galaxie » Bolloré ne sont pas dans ce cas de figure, certaines étant basées à l'étranger, d'autres ne pouvant pas bénéficier du régime mère fille. Cette problématique a été prise en compte dans le modèle à « tours » que nous avons mis en œuvre et qui permet d'appliquer les taux d'imposition adéquats aux dividendes perçus à tous les niveaux du système de boucles d'autodétention. Dans ce contexte, les taux globaux que nous appliquons reflètent l'effet cumulé de faibles taux d'impôt sur les sociétés acquittés à chaque « tour » de distribution. La remise en cause de cette approche impliquerait la remise en cause du fonctionnement des boucles d'autodétention et donc le principe même qui fonde l'essentiel de la valeur de la société évaluée. Nous détaillons supra le mode de calcul du taux de fiscalisation retenu.
- S'agissant du second point avancé par les actionnaires minoritaires, il nécessiterait une simplification significative de l'organigramme qui n'est pas prévue par l'Initiateur (cf. supra) et dont il devrait assumer le coût.

#### 6.2.5.2 Sur l'existence d'une décote de conglomérat dans le cours de bourse de Vivendi

Certains actionnaires minoritaires mettent également en avant sa nature conglomérale pour justifier que le cours de bourse de Vivendi intègre implicitement une décote. Notre opinion sur ce point est moins tranchée. En effet si la scission du conglomérat permet bien aux actionnaires de se « rapprocher » des actifs qui génèrent la valeur, de diminuer les frais et les risques induits par la détention indirecte et d'améliorer l'efficacité du cours de l'action, elle augmente aussi significativement le risque qu'ils assument du fait de la moindre diversification des actifs qu'ils détiennent.

Dans le cas de Vivendi, l'introduction en bourse de Canal+, de Havas et de Louis Hachette Group permet de répondre factuellement à l'observation des actionnaires minoritaires : la scission de Vivendi n'a, à ce jour, pas dégagé de valeur supplémentaire pour ses actionnaires.

Capitalisation boursière	13/12/2024	23/12/2024	Variation
Vivendi	8 857	2 389	
Canal+	-	2 595	
Havas	-	1 706	
Louis Hachette Group	-	1 359	
<b>Total</b>	<b>8 857</b>	<b>8 050</b>	<b>(9.1)%</b>

#### 6.2.6 Sur la liquidité des titres Compagnie du Cambodge

Certains actionnaires minoritaires soulignent que la division du nominal de Compagnie du Cambodge et de Financière Moncey, réalisées postérieurement à l'annonce de l'Offre, ont amélioré la liquidité du marché de leurs titres.

Avec un nombre de titres moyen quotidien échangés multiplié par 6 entre la moyenne 3 mois à la date de l'annonce et le niveau relevé au 23 décembre 2024, nous corroborons l'observation des actionnaires minoritaires. Ce constat réalisé, nous observons toutefois que le volume, même démultiplié, reste très faible (41 976 titres échangés depuis

l'annonce) et que cette évolution est plus probablement causée par l'annonce de l'Offre que par la division du nominal.

Nous relevons également que le cours spot au 23 décembre 2024, soit à la date d'annonce du relèvement du prix d'Offre, ressortait à 101,0 € (98,1 € en moyenne 20 jours), soit nettement inférieur au nouveau prix de 110 €.

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	106.00	51.00	77.30	104 491	136	0.19%	23.60%	30.30%
24 mois	106.00	58.00	79.49	94 029	184	0.17%	20.96%	38.24%
12 mois	106.00	62.50	84.21	71 001	280	0.13%	15.22%	48.43%
6 mois	106.00	66.50	92.03	49 452	380	0.09%	9.88%	55.38%
3 mois	106.00	94.50	95.99	25 081	392	0.04%	4.38%	67.19%
20 jours de bourse	106.00	95.00	98.14	4 621	231	0.01%	0.01%	75.00%
Spot	102.00	101.00	101.00	203	203	0.00%	0.00%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

## 6.2.7 Sur la référence aux opérations récentes

Certains actionnaires minoritaires font également référence à l'opération de 2023 et aux programmes de rachat d'action mis en œuvre par Sofibol sur Compagnie de l'Odet et Bolloré SE sur ses propres titres pour fixer un cours plancher de l'action Bolloré SE à retenir dans l'appréciation de l'ANR de la Société.

La référence à l'OPAS 2023 est traitée §4.4.2.6 supra. S'agissant des références aux programmes de rachat d'actions, nous constatons que l'intégralité des cours proposés par les actionnaires minoritaires sont inférieurs ou compris dans la fourchette de valeurs de l'action Bolloré SE que nous avons retenue dans l'approche n°1 de l'ANR de la Société développée §4.4.2 supra.

## 6.2.8 Sur l'opportunité de l'ajout d'une branche d'échange en titres Bolloré SE

Les modalités de l'Offre proposée au marché sont du seul ressort de l'Initiateur. Au cas d'espèce, la nature de la compensation offerte en échange des titres remis à l'Offre n'a pas d'impact sur l'équité du prix proposé, sous réserve que les parités offertes soient bien homogènes et que les actifs remis soient liquides, point que nous traitons §4.5 supra.

Dans tous les cas de figure, rien n'empêche l'actionnaire minoritaire de réinvestir tout ou partie du montant de la branche numéraire qu'il percevrait en titres Bolloré SE ou Compagnie de l'Odet.

## 6.2.9 Sur les approches de valeur proposées par les actionnaires minoritaires

En parallèle de leurs observations, certains actionnaires minoritaires proposent des approches de valeur des actions des trois sociétés faisant l'objet d'offres publiques de retrait.

Bien que les approches ainsi proposées divergent s'agissant des hypothèses et des méthodes d'appréciation de la valeur des boucles d'autocontrôle retenues, nous relevons les points communs suivants :

- Elles s'appuient sur une valeur du Groupe Bolloré appréciée par une somme des parties, au niveau de Bolloré SE et/ou au niveau de Compagnie de l'Odet, calculée pré-scission de Vivendi, qui peuvent être considérées comme volontaristes au regard de la valeur observable des actifs détenus par le Groupe au 23 décembre 2024.
- Les approches retenues, bien que de natures diverses<sup>22</sup>, sont toutes purement « mathématiques » et ne tiennent compte d'aucun frais, décote, risque ou frottement fiscal.

<sup>22</sup> Les approches proposées reposent toutefois principalement sur l'annulation de titres d'autocontrôle indirect. Elles supposent donc le débouclage intégral du système de détention au sein de la « galaxie » Bolloré, sans délais, frais, risques ou frottements fiscaux.

Les fourchettes de résultats ainsi obtenues ressortent logiquement significativement supérieures au Prix d'Offre. Le niveau d'information fourni ne nous a pas permis de vérifier les calculs des actionnaires minoritaires, mais nous constatons que les résultats proposés ressortent du même ordre de grandeur que ceux auxquels nous serions arrivés si nous avions négligé l'intégralité des frais, délais et risques dans le modèle « à tours ».

# 7 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Compagnie du Cambodge auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 110,0 € et la parité de 4,69 actions UMG proposés dans le cadre de la présente Offre :

Compagnie du Cambodge Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)			Parité, en nombre d'actions UMG			Prime/ (Décote) vs Offre
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute	
Cours de bourse (12 septembre 2024)	36 mois	51.0	65.5	76.5	2.16	2.77	3.23	67.9 %
	24 mois	55.0	65.8	76.5	2.32	2.78	3.23	67.2 %
	12 mois	58.0	67.0	76.5	2.45	2.83	3.23	64.2 %
	6 mois	66.5	70.0	76.5	2.81	2.96	3.23	57.1 %
	3 mois	66.5	71.0	76.5	2.81	3.00	3.23	54.9 %
	20 jours	72.5	73.6	76.5	3.06	3.11	3.23	49.5 %
	Spot	74.0	74.0	74.0	3.13	3.13	3.13	48.6 %
DDM	29-nov.-24	59.0	66.6	76.7	2.49	2.82	3.24	65.1 %
ANR	ANR 1	92.0	100.9	109.7	3.89	4.26	4.64	9.0 %
	ANR 2	89.3	110.2	113.3	3.77	4.66	4.79	(0.1)%
ANC consolidé	30-juin-24	68.5	68.5	68.5	2.89	2.89	2.89	60.6 %

Préalablement à tout développement, il faut rappeler que Compagnie du Cambodge est une société holding et qu'elle est intégrée dans un groupe, le Groupe Bolloré, qui présente des caractéristiques singulières en termes de structure de détention. En effet, au-delà de la complexité habituelle des organigrammes des grands groupes cotés qui détiennent des participations dans un grand nombre de filiales, contrôlées ou non, la structure du Groupe Bolloré se distingue par de nombreuses boucles d'autocontrôle pouvant rendre complexe la compréhension et la répartition de la valeur entre les différentes parties prenantes.

En tenant compte des deux particularités précitées, activité de holding et présence de boucles d'autocontrôle, nous avons retenu deux méthodes à titre principal (dont l'une déclinée en deux sous-approches) et présenté deux références de valeur à titre d'information.

Les deux références de valeur données à titre d'information, l'actif net comptable consolidé au 30 juin 2024 et le cours de bourse, présentent l'avantage d'observer directement la valeur de la Société. Cependant, d'une part, l'actif net comptable consolidé n'intègre pas la pleine valeur de la Société, les participations mises en équivalence n'étant pas toutes comptabilisées à leur juste valeur et les comptes arrêtés au 30 juin 2024 ne tenant pas compte des opérations de fusion réalisées au mois d'octobre et novembre 2024. D'autre part, l'action de la Société s'avère peu liquide en raison d'un flottant limité et cote de manière erratique, rendant la référence au cours de bourse peu pertinente.

Dans ce contexte, nous avons développé deux méthodes régulièrement mises en œuvre pour l'évaluation des sociétés holding.

L'approche par actualisation des dividendes (ou approche DDM) permet d'approcher la valeur de la Société pour un actionnaire minoritaire n'ayant pas la capacité de décider le montant du dividende. Si cette méthode peut sembler constituer un minimum dans le cadre d'un retrait obligatoire, nous soulignons que nous avons retenu dans notre calcul des hypothèses favorables aux actionnaires minoritaires (importante croissance du dividende prise en compte, taux de distribution de 100 %).

L'approche par l'actif net réévalué (ou ANR) est également usuelle pour l'évaluation des sociétés holding.

La première approche (ANR n°1) de la Société a consisté à bâtir un modèle itératif<sup>23</sup> intégrant les sociétés du Groupe Bolloré parties aux boucles d'autocontrôle et reposant sur le cours de bourse de Bolloré SE. Cette dernière

<sup>23</sup> Modèle dont nous sommes assurés qu'il conduit à un résultat équivalent à celui qui serait obtenu à partir d'une approche par suppression des boucles sur la base d'un modèle simplifié, l'approche par suppression des boucles n'ayant pas pu être mise en œuvre.

hypothèse est vivement critiquée par les actionnaires minoritaires sous divers motifs, le principal étant que le cours de bourse de Bolloré SE ne valorise pas les boucles d'autocontrôle. Compte tenu du fait que la capitalisation boursière de Bolloré SE est proche de la valeur de son ANR, nous estimons qu'il n'est pas possible de déterminer avec certitude ce qu'incorpore, ou n'incorpore pas, le cours de bourse, que ce soit en termes de prise en compte de la « valeur » des boucles ou de décote liée à son statut de holding. Par ailleurs et dans la mesure où la Société fait partie de la chaîne de contrôle de Bolloré SE, nous avons développé un scénario intégrant une prime de contrôle de 25 % sur le cours de Bolloré SE. La moyenne entre le scénario de base et le scénario intégrant la prime de contrôle et tenant compte du frottement fiscal calculé dans le cadre de l'ANR n°2 (cf. infra), conduit à une valeur moyenne de 100,9 € par action de la Société, le prix d'Offre extériorisant une prime de 9,0 %.

Enfin et afin de mesurer les conséquences financières de l'éloignement de la Société des sources de valeur, nous avons calculé un ANR reposant sur un modèle dit à tours (ANR n°2) qui simule la distribution année par année de l'ANR propre de Bolloré SE et des ANR des autres sociétés constituant la chaîne de détention du Groupe. Hors tout frottement, la valeur par action de la Société se rapproche de celle calculée par certains actionnaires minoritaires. Toutefois, ces derniers ne tiennent pas compte de la durée nécessaire à la perception de la distribution par la Société et partant, à ses actionnaires, et du coût fiscal qu'entraîne ladite distribution, annuellement faible mais se répétant à chaque tour.

Ainsi, l'écart d'appréciation de la valeur de la Société entre les actionnaires minoritaires et nous, peut se résumer (i) à la prise en compte ou non de la complexité de la structure (laquelle entraîne un délai de distribution particulièrement long et des frottements fiscaux) et (ii) au niveau de risque lié à la perception de distributions. Concernant le premier point, la direction du Groupe nous a affirmé qu'il n'était pas envisagé de simplification notable des boucles d'autocontrôle. Celle-ci, si elle devait être mise en œuvre, serait coûteuse en ressources et en temps et compromettrait potentiellement la conservation du contrôle du Groupe s'agissant des principales boucles d'autodétention. Concernant le second point, il nous semble que la nature des actifs « distribués », principalement issus de Bolloré SE, et le délai pour que leur produit parvienne à la Société doivent conduire à une actualisation de ces flux à un taux équivalent au coût moyen du capital de Bolloré SE, soit 7,5 %.

Cette approche conduit à une valeur centrale de 110,4 € par action Compagnie du Cambodge, équivalente au Prix d'Offre.

S'agissant de la branche en titres rémunérée en actions UMG, nous relevons que la parité d'échange résulte de l'application mécanique du rapport d'échange entre le prix d'Offre et cours moyen 20 jours pondéré par les volumes constaté le 23 décembre 2024, assortie d'une très légère prime<sup>24</sup>. Cette parité d'échange n'appelle pas d'autre commentaire de notre part.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 110 € par action Compagnie du Cambodge et/ou un rapport d'échange de 4,69 actions UMG par action Compagnie du Cambodge proposés dans le cadre de l'offre publique de retrait et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 17 janvier 2025

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal

Associé



Stéphane Marande

Directeur exécutif

<sup>24</sup> Le rapport d'échange mécanique offre une parité de 4,65 contre 4,69 offert.

# 8 | ANNEXES

## 8.1 Lettre de mission



Bolloré SE  
Tour Bolloré  
31-32 Quai de Dion Bouton  
92800 Puteaux

À l'attention de monsieur Cédric de Baillencourt

Paris, le 15 novembre 2024

Cher monsieur,

Vous nous avez informés d'un projet d'offres publiques suivies de retraits obligatoires (ci-après les « Offres ») sur les actions des sociétés Compagnie du Cambodge, Financière Moncey et Société Industrielle et Financière de l'Artois (ci-après les « Sociétés »), initiées par la société Bolloré SE (ci-après, « Bolloré », ou l'« Initiateur »), et du souhait des Sociétés de disposer de notre part d'une proposition en vue d'une éventuelle désignation en tant qu'expert indépendant par les Sociétés, étant précisé que l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« AMF ») a fait connaître sa décision de non-opposition à notre désignation, conformément à l'article 261-1-1 de son règlement général, le 15 novembre 2024.

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

### 1 Contexte de l'opération et objectif de la mission

#### 1.1 Contexte de l'opération

Bolloré est une société holding cotée (FR0000039299 – BOL) sur le compartiment A d'Euronext Paris (Large Cap), indirectement contrôlée par la famille Bolloré. Elle est active dans les secteurs de la communication et l'audiovisuel avec des participations dans Vivendi SE et Universal Music Group (« UMG »), l'industrie et la logistique pétrolière. A ce jour, sa capitalisation boursière s'élève à 16,5 md€ sur la base d'un cours par action de 5,81 € relevé le 5 novembre 2024.

Dans le cadre de la poursuite de la rationalisation et de la simplification de ses structures, le groupe Bolloré a :

- procédé à des opérations de fusion-absorption (i) de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard par Compagnie du Cambodge le 31 octobre 2024, et (ii) de Compagnie des Tramways de Rouen par Financière Moncey le 1<sup>er</sup> novembre 2024 (les « Fusions ») ;
- déposé le 13 septembre 2024 trois offres publiques de retrait suivies de retraits obligatoires (les « Offres »), conformément à l'article 236-3 du règlement général de l'AMF, sur les Sociétés selon les modalités suivantes :

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

Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Île-de-France  
Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 euros - RCS Paris 513 273 763 – TVA Intracommunautaire FR39513273763



- Compagnie du Cambodge : offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire, rémunérée alternativement par (i) une branche en numéraire au prix de 93 € par action Compagnie du Cambodge, (ii) une branche en titre selon une parité de 4,07 actions UMG pour une action Compagnie du Cambodge ;
- Financière Moncey : offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire, rémunérée alternativement par (i) une branche en numéraire au prix de 118 € par action Financière Moncey, (ii) une branche en titre selon une parité de 5,17 actions UMG pour une action Financière Moncey ;
- Société Industrielle et Financière de l'Artois (« SIFA ») : offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire, rémunérée alternativement par (i) une branche en numéraire au prix de 9 300 € par action SIFA, (ii) une branche en titre selon une parité de 407 actions UMG pour une action SIFA.

Les actions UMG remises dans le cadre des branches en titres UMG sont détenues en portefeuille par Bolloré.

Le groupe Bolloré détient, directement et indirectement, plus de 90 % du capital et des droits de vote de chacune des Sociétés : 98,87 % pour Compagnie du Cambodge, 96,14 % pour Financière Moncey et 95,85 % pour SIFA.

Dans le cadre des Offres, le cabinet Accuracy, représenté par M. Henri Philippe, a été désigné par les Sociétés en qualité d'expert indépendant.

A la suite du dépôt des projets de notes en réponse déposées auprès de l'AMF par les Sociétés le 10 octobre 2024, l'AMF a publié le 25 octobre 2024 une décision indiquant son opposition le 18 octobre à la nomination du cabinet Accuracy initialement désigné en tant qu'expert indépendant dans le cadre des trois Offres et que les Sociétés devaient désigner un nouvel expert indépendant.

Dans ce contexte et suite à la décision de non-opposition à notre désignation rendue le 15 novembre 2024 par l'AMF, il est envisagé que nous intervenions en tant qu'expert indépendant dans le cadre des trois Offres susmentionnées. Il est précisé que la conclusion de la présente lettre de mission devra faire l'objet d'une ratification par le Conseil de surveillance de Compagnie du Cambodge et par les Conseils d'administration de Financière Moncey et de SIFA, conformément à la réglementation applicable.

## 1.2 Contexte réglementaire, objectif de notre intervention

En application des dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après le « RGAMF ») figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1<sup>er</sup>, article 261-1, et dans la mesure où :

- les sociétés visées sont déjà contrôlées au sens de l'article L. 233.3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération (RGAMF art. n°261-1 I 1°) ;
- les opérations de Fusions peuvent être considérées comme des opérations connexes aux Offres et susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité des Offres (RGAMF art. n°261-1 I 4°) ;
- l'Initiateur a indiqué son intention de procéder à la mise en œuvre de retraits obligatoires dans le cadre de chacune des Offres (RGAMF art. n°261-1 II).

Chacune des Sociétés est tenue de désigner un expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable du prix par action proposé dans le cadre chacune des Offres, et sur le respect du principe d'égalité de traitement entre les actionnaires.

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

- s'assurer que les conflits d'intérêts éventuels n'ont pas biaisé les conditions financières des Offres,

- se prononcer sur le caractère équitable du prix des Offres comme prix d'indemnisation des actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre du retrait obligatoire,
- se prononcer sur l'intérêt financier des Offres pour les actionnaires minoritaires de chacune des Sociétés.

### 1.3 Déclaration d'indépendance

Conformément aux normes générales de l'Ordre des Experts-Comptables, et en application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous estimons que notre cabinet et le signataire de la présente ne se trouvent pas dans une situation de conflit d'intérêts de nature à remettre en cause notre indépendance. Au cas particulier, nous vous confirmons, après avoir interrogé ses associés et consulté la base de données clients, que notre cabinet et les signataires de la présente sont indépendants du groupe Bolloré, en ce compris de Bolloré, des Sociétés, et de leurs conseils, en ce compris les établissements présentateurs des Offres (cf. [Annexe 1](#)).

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

Nous précisons toutefois que BM&A a réalisé depuis 2022 des missions pour deux filiales de Vivendi SE :

- Gameloft, pour des prestations d'accompagnement comptable (205 k€ depuis 2022, réalisée par un sous-traitant depuis plus d'un an) ; et
- Havas, pour des prestations de doctrine IFRS et d'EPM & BI, i.e. implémentation d'outils de gestion et de consolidation (283 k€ depuis 2022).

Compte tenu (i) de la nature des prestations qui ne constituent pas des missions d'évaluation, (ii) de l'identité des intervenants sur ces missions dont les associés et équipes sont différents de ceux susceptibles d'intervenir dans le cadre des Offres, (iii) des entités concernées, qui sont des sous-filiales de Vivendi SE, et (iv) du montant de facturation qui est globalement inférieur à 1% du chiffre d'affaires annuel du cabinet, nous ne considérons pas que ces missions soient susceptibles d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission dans le cadre des Offres.

Par ailleurs, il est précisé que BM&A est intervenu en tant qu'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS suivie d'un retrait obligatoire de la société Blue Solutions initiée par Bolloré SE en mai 2020.

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

### 1.4 Limites de nos travaux

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

## 2 Approche envisagée

---

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

### 2.1 Analyse du contexte de l'opération et compréhension de la structure capitalistique du groupe Bolloré

Cette phase préliminaire vise à analyser les termes et conditions des Offres.

Elle a également pour objectif de comprendre la structure de détention et la substance des actifs et passifs détenus par les Sociétés visées par les Offres et, en particulier, les boucles d'autocontrôle existantes à différents niveaux de l'organigramme du groupe Bolloré.

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

Conformément à l'instruction AMF n°2006-08 du 28 septembre 2006 et modifiée le 10 février 2020, le rapport d'expertise comporte « une évaluation de la société visée ou des actifs concernés et de toutes les contreparties de l'offre ou de l'opération concernée ». En application des recommandations de l'AMF sur l'expertise indépendante, l'évaluation des titres de la société visée « repose sur une approche multicritères qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation ».

Nous rechercherons par conséquent les méthodes et références d'évaluation les plus pertinentes au regard des spécificités du groupe Bolloré et les mettrons en œuvre. Sur la base des éléments à notre disposition et en première analyse et compte tenu du caractère singulier des Sociétés, toutes holdings, il nous semble approprié d'envisager l'application des méthodes suivantes :

- A titre principal,
  - L'approche par l'Actif Net Réévalué (ci-après l'« ANR ») de chacune des Sociétés sur la base du cours de bourse de Bolloré SE pour autant que ce dernier soit considéré comme pertinent, étant précisé que l'évaluation de la valeur de la filiale IER SAS sera réalisée par une approche DCF. Cette méthode fera l'objet d'une attention particulière s'agissant du traitement des boucles d'autocontrôle. A ce titre, nous envisageons de réaliser deux types de calcul : l'un itératif, l'autre par suppression des boucles.
- A titre secondaire,
  - les cours de bourse des Sociétés sous offre, dont la liquidité est limitée ;
  - une approche par la méthode de l'actualisation des dividendes futurs (ci-après méthode « DDM »).
- A titre d'information, nous présenterons un ANR des Sociétés reposant sur l'actif net comptable consolidé de Bolloré SE.

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

### 2.3 Examen des accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation des Offres

Comme indiqué supra, nous analyserons les éléments d'évaluation retenus dans les travaux des commissaires à la fusion réalisés dans le cadre des Fusions.

#### 2.4 Finalisation de nos travaux

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

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

Nos travaux seront synthétisés dans un rapport conclu par une attestation d'équité.

Par ailleurs, nous répondrons aux éventuelles interrogations de l'AMF et des actionnaires minoritaires relatives à nos travaux, étant précisé que nous répondrons aux questions des actionnaires minoritaires déjà adressées à Accuracy.

### 3 Modalités pratiques de notre intervention

---

#### 3.1 Équipe

La mission sera réalisée par Pierre Béal, associé, ainsi que par Stéphane Marande, directeur exécutif, spécialisés en évaluation financière des entreprises, assistés des consultants nécessaires à sa bonne exécution.

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

#### 3.2 Calendrier et durée de la mission

S'agissant du calendrier, l'article 262-1 du RGAMF prévoit que l'expert doit disposer d'un délai qui ne peut être inférieur à 20 jours de négociation. Ce délai ne paraît pas poser de problème pour autant que nous disposions de l'ensemble des documents et informations nécessaires à l'accomplissement de nos travaux au plus tôt.

#### 3.3 Honoraires

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

Sur la base des informations dont nous disposons, nos honoraires sont estimés à 300 000 €, hors taxes et débours, soit 100 000 € HT par Société.

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

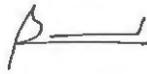
Au cas où notre mission serait interrompue, nos honoraires seraient facturés sur la base des temps passés à la date où notre mission prendrait fin.

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

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

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

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal  
Associé

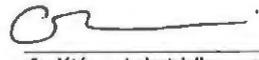
Nom du client, signature pour accord :



Société	<b>Compagnie du Cambodge</b>
Nom	Cyrille Bolloré
Fonction	Président du Directoire



Société	<b>Financière Moncey</b>
Nom	Cédric de Bailliencourt
Fonction	Président-Directeur général



Société	<b>Société Industrielle et Financière de l'Artois</b>
Nom	Cédric de Bailliencourt
Fonction	Président-Directeur général

Annexes :

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

## 8.2 Approche de valeur de Bolloré SE

### 8.2.1 Analyse historique des comptes consolidés de Bolloré SE

Les comptes consolidés du Groupe Bolloré SE présentés ci-après sont établis selon le référentiel IFRS. Depuis la cession récente du pôle logistique, la société développe essentiellement une activité de holding où seule sa participation dans Vivendi est comptabilisée en intégration globale. Les autres participations, et notamment celle dans Universal Music Group, sont mises en équivalence ou considérées comme des actifs financiers à la juste valeur par les capitaux propres.

#### 8.2.1.1 Evolution des résultats de la société

Le compte de résultat consolidé sur la période 2019-2024 se présente comme suit :

Bolloré SE résultat	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	30-juin-23 12 m.	31-déc.-23 12 m.	30-juin-24 6m
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>24 843</b>	<b>16 687</b>	<b>16 640,2</b>	<b>13 635</b>	<b>6 231</b>	<b>13 680</b>	<b>10 592</b>
Achats et charges externes	(17 037)	(11 305)	(11 959,7)	(9 435)	(4 229)	(9 420)	(7 120)
Salaires et charges	(4 890)	(3 644)	(3 417,0)	(3 022)	(1 526)	(3 262)	(2 548)
Résultat net des SME opérationnelles	23	48	129,4	370	98	311	97
Autres charges	(126)	(127)	(113,0)	(87)	(61)	(69)	(111)
Autres produits	99	174	106,1	68	64	100	88
<b>Charges d'exploitation</b>	<b>(21 930)</b>	<b>(14 854)</b>	<b>(15 254,2)</b>	<b>(12 107)</b>	<b>(5 654)</b>	<b>(12 340)</b>	<b>(9 594)</b>
<b>Ebitda (1)</b>	<b>2 913</b>	<b>1 833</b>	<b>1 386,0</b>	<b>1 529</b>	<b>577</b>	<b>1 339</b>	<b>998</b>
<i>Ebitda en % du CA</i>	<i>11,7 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>0,1</i>	<i>11,2 %</i>	<i>9,3 %</i>	<i>9,8 %</i>	<i>9,4 %</i>
Amortissements et provisions	(1 654)	(1 263)	(938,5)	(713)	(225)	(571)	(654)
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>1 259</b>	<b>570</b>	<b>447,5</b>	<b>816</b>	<b>352</b>	<b>768</b>	<b>345</b>
<i>RESOP en % du CA</i>	<i>5,1 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>0,0</i>	<i>6,0 %</i>	<i>5,6 %</i>	<i>5,6 %</i>	<i>3,3 %</i>
Résultat financier	17	62	(41,3)	(1 051)	(8)	(83)	51
Résultat net des SME non opérationnelles	98	(32)	(582,7)	(345)	(41)	(76)	(49)
Résultat net des activités cédées	-	1 264	20 672,7	3 387	71	154	3 675
Impôt société	35	(301)	(272,0)	(83)	(139)	(198)	(137)
<b>Résultat net</b>	<b>1 409</b>	<b>1 563</b>	<b>20 224,2</b>	<b>2 724</b>	<b>235</b>	<b>566</b>	<b>3 884</b>
<i>RN en % du CA</i>	<i>5,7 %</i>	<i>9,4 %</i>	<i>1,2</i>	<i>20,0 %</i>	<i>3,8 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>36,7 %</i>
Intérêt minoritaires	1 171	1 137	14 162,1	(676)	121	298	126
<b>Résultat net part du Groupe</b>	<b>238</b>	<b>426</b>	<b>6 062,1</b>	<b>3 400</b>	<b>114</b>	<b>269</b>	<b>3 759</b>

(1) L'EBITDA présenté ci-dessus diffère de celui publié par Bolloré SE en raison de différences dans la méthodologie de calcul utilisée.

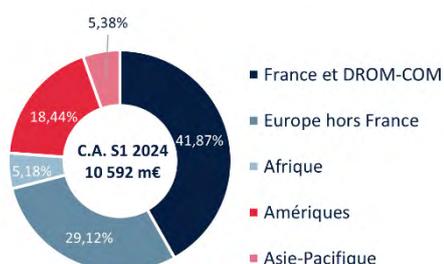
Répartition du chiffre d'affaires par activité au 30 juin 2024 (m€)



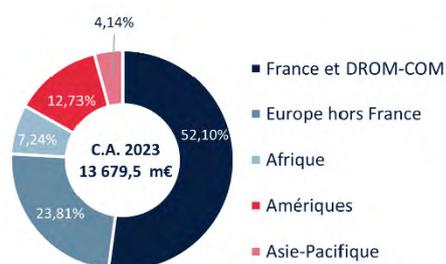
Répartition du chiffre d'affaires par activité au 31 décembre 2023 (m€)



**Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique au 30 juin 2024 (m€)**



**Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique au 31 décembre 2023 (m€)**



**NB** : l'analyse du chiffre d'affaires présentée supra ne couvre que les activités intégrées globalement dans les comptes consolidés de la société et exclu donc les sociétés mises en équivalence, telle qu'UMG.

Au 30 juin 2024, l'Ebitda<sup>25</sup> consolidé atteint 998 millions d'euros, marquant une augmentation de 421 m€ par rapport au premier semestre de 2023. Cette progression s'explique principalement par une hausse du chiffre d'affaires, soutenu par la performance du pôle communication qui bénéficie de surcroît de l'intégration globale de Lagardère à partir du mois de décembre 2023. Les principaux postes de charges pour le premier semestre 2024 comprennent les achats et charges externes, dont le montant s'élève à 7 120 m€, ainsi que les frais de personnel, d'un montant de 2 548 m€.

Le résultat financier consolidé s'élève à 50,7 m€ au premier semestre 2024, contre -8,4 m€ sur la même période de l'exercice précédent. Cette évolution reflète plusieurs éléments significatifs enregistrés en juin 2024 :

- Les revenus issus des titres et des valeurs mobilières de placement (comprenant notamment 28,5 m€ de dividendes reçus de Banijay Group, 28,1 m€ de dividendes de MediaForEurope, 10,3 m€ de dividendes de Rubis et 8,9 m€ de dividendes de Telefonica).
- Les effets liés aux variations de périmètre de consolidation (incluant une plus-value nette avant impôts de 106 m€, réalisée lors de la cession des activités de festivals et billetterie à l'international de Vivendi ainsi qu'une perte de dilution de -49,8 m€ liée à une participation mise en équivalence).

Sur l'ensemble de l'exercice 2023, le résultat financier consolidé s'établissait à -83 m€, en nette amélioration par rapport aux -1 051 m€ enregistrés à fin 2022. En décembre 2022, ce résultat intégrait notamment une charge exceptionnelle de -1 493,6 m€, liée à la perte de l'influence notable exercée par Vivendi sur Telecom Italia ainsi qu'une plus-value de 514,9 m€, réalisée par Vivendi lors de l'apport de sa participation dans Banijay Group Holding à FL Entertainment NV.

Conformément à la norme IFRS 5 et afin d'assurer la comparabilité des résultats, le reclassement en « activités cédées ou en cours de cession » concerne, pour les exercices 2023 et le premier semestre 2024 :

- Bolloré Logistics, dont l'activité a été classée en cession sur les exercices 2023 et 2024, avec une cession finalisée le 29 février 2024.
- Editis, reclassée en activité cédée à compter du 21 juin 2023, date à laquelle le Groupe a perdu le contrôle, avant une cession effective intervenue le 14 novembre 2023.

Sur l'exercice 2021, le résultat net des activités cédées s'élève à 20 673 m€. Cette performance intègre des éléments exceptionnels liés à l'introduction en bourse d'Universal Music Group (UMG). Le 13 février 2021, Vivendi a soumis à ses actionnaires un projet visant à distribuer 60 % du capital d'UMG puis à procéder à la cotation d'UMG sur le marché réglementé d'Euronext Amsterdam. Ces opérations ont été finalisées en septembre 2021. Conformément à

<sup>25</sup> Qui tient compte des quotes-parts de résultat net des sociétés mises en équivalence.

la norme IFRS 5, la ligne « Résultat des activités cédées » du compte de résultat consolidé inclut le résultat net d'UMG pour l'exercice 2020 et pour la période du 1er janvier au 22 septembre 2021, avant intérêts minoritaires ; ainsi que la plus-value de déconsolidation de 70 % du capital d'UMG, nette d'impôt.

Le résultat net consolidé atteint 3 884 m€ au premier semestre 2024, contre 235 m€ sur la même période en 2023. Cette forte progression s'explique principalement par une plus-value nette provisoire de 3 700 m€ réalisée lors de la cession de Bolloré Logistics.

### 8.2.1.2 Evolution de la situation bilancielle

Bilan-Actif m€	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	30-juin-23 12 m.	31-déc.-23 12 m.	30-juin-24 6m
Goodwill	16 729	16 058	8 941	7 822	7 340	9 765	8 463
Actifs de contenus	6 410	7 110	336	409	468	593	1 768
Autres immo. Incorporelles	5 112	4 921	4 689	3 606	3 468	6 400	8 131
Immobilisations incorporelles	28 251	28 088	13 966	11 837	11 276	16 758	18 361
Immobilisations corporelles	4 335	4 064	3 604	2 572	2 110	3 164	3 481
Droits d'utilisation IFRS16							
Titres mis en équivalence	4 582	4 084	16 427	14 884	15 199	13 516	14 000
Autres actifs financiers non courants	6 541	8 650	8 640	9 556	10 850	10 682	9 916
Immobilisations financières	11 123	12 734	25 067	24 440	26 049	24 197	23 916
Impôts différés	890	829	320	319	246	482	566
Autres actifs non courants	140	107	78	8	13	49	50
<b>Actif immobilisé</b>	<b>44 738</b>	<b>45 822</b>	<b>43 035</b>	<b>39 176</b>	<b>39 694</b>	<b>44 649</b>	<b>46 374</b>
Stocks et encours	527	635	596	605	550	1 308	1 424
Actifs de contenus courants	1 423	1 346	861	973	676	1 276	977
Clients et autres débiteurs	7 138	6 529	7 302	6 602	5 307	6 594	6 546
<b>Actif courant expl.</b>	<b>9 088</b>	<b>8 510</b>	<b>8 759</b>	<b>8 180</b>	<b>6 534</b>	<b>9 179</b>	<b>8 947</b>
Impôts courants	409	159	142	199	126	233	143
Autres actifs financiers courants	235	264	628	143	1 328	332	500
Autres actifs courants	758	895	416	461	409	386	445
<b>Actif courant hors expl.</b>	<b>1 401</b>	<b>1 318</b>	<b>1 186</b>	<b>803</b>	<b>1 863</b>	<b>951</b>	<b>1 087</b>
<b>Trésorerie et équivalents</b>	<b>2 943</b>	<b>2 220</b>	<b>4 652</b>	<b>7 902</b>	<b>4 333</b>	<b>5 640</b>	<b>7 193</b>
Actifs en cours de cession	-	-	-	1 169	3 446	2 825	6
<b>Total actif</b>	<b>58 170</b>	<b>57 869</b>	<b>57 632</b>	<b>57 230</b>	<b>55 870</b>	<b>63 244</b>	<b>63 607</b>

Au 30 juin 2024, les immobilisations incorporelles consolidées s'élèvent à 18 361 m€, elles sont composées :

- d'un goodwill comptabilisé pour 8 462,7 m€, en baisse par rapport aux 9 765,1 m€ enregistrés au 31 décembre 2023. Cette diminution s'explique principalement par l'affectation du prix d'acquisition de Lagardère qui a entraîné une réallocation d'un montant de 1 317,8 m€ ;
- d'autres immobilisations incorporelles, comptabilisées pour 8 131 m€, qui ont également enregistré une augmentation importante. Elles regroupent notamment les marques identifiées lors des prises de contrôle de Vivendi et de Lagardère, les relations clients, les droits d'exploitation, les brevets, les frais de développement, ainsi que les droits d'utilisation des concessions.
- d'actifs de contenus non courants, comptabilisés pour 1 768 m€, incluant le coût des films et programmes télévisuels, les droits de diffusion d'événements sportifs, les titres de publication, les avances aux auteurs et d'autres actifs similaires, ont fortement augmenté sur la période à la suite de l'intégration de Lagardère au périmètre consolidé du Groupe ;

Les immobilisations financières se décomposent en titres mis en équivalence ainsi qu'en autres actifs financiers non courants :

<b>Bolloré SE</b>				
Détail des immobilisations financières m€	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	31-déc.-23 12 m.	30-juin-24 6m
Titres mis en équivalence	16 427	14 884	13 516	14 000
Autres actifs financiers non courants	8 640	9 556	10 682	9 916
<b>Juste valeur des boucles d'auto contrôle</b>	<b>6 751</b>	<b>7 161</b>	<b>7 701</b>	<b>6 975</b>
Compagnie de l'Odet	3 114	3 254	3 404	3 068
Sofibol	2 042	2 193	2 412	2 192
Financière V	1 061	1 139	1 253	1 140
Omnium Bolloré	536	575	633	576
<b>Participations cotées</b>	<b>1 639</b>	<b>2 085</b>	<b>2 424</b>	<b>2 371</b>
Telecom Italia	-	787	1 071	814
Banijay Group	-	771	687	716
MediaForEurope (ex MediaSet)	602	259	316	409
Telefonica (1)	-	200	209	234
PRISA (2)	-	20	35	48
Mediobanca	190	-	-	-
Autres titres cotés	848	48	107	152
<b>Autres titres non cotés</b>	<b>65</b>	<b>53</b>	<b>116</b>	<b>128</b>
<b>Actifs financiers au coût amorti et dérivés</b>	<b>184</b>	<b>257</b>	<b>440</b>	<b>442</b>
<b>Immobilisations financières</b>	<b>25 067</b>	<b>24 440</b>	<b>24 197</b>	<b>23 916</b>

(1) En 2021, les titres Telefonica sont compris dans la rubrique "autres titres cotés".

(2) En 2021, les titres PRISA sont compris dans la rubrique "autres titres cotés".

Au 30 juin 2024, le Groupe comptabilise plusieurs sociétés mises en équivalence. Les plus significatives sont :

- Universal Music Group (UMG), dont le groupe détient 27,96%, comptabilisé pour 12 000 m€ ;
- MultiChoice Group, dont le groupe détient 45,20% du capital à travers Vivendi et comptabilisé pour 1 161,3 m€ ;
- Viu, dont le Groupe détient 36,8% du capital à travers Vivendi et comptabilisé pour 248 m€ ;
- Viaplay dont le Groupe détient 29,33% du capital à travers Vivendi et comptabilisé pour 114,1 m€.

Durant le premier semestre 2024, le montant des titres mis en équivalence a augmenté de 484,5 millions d'euros, principalement en lien avec les acquisitions réalisées par le Groupe Canal+ (285 m€ investis dans MultiChoice Group, 117 m€ dans Viaplay ainsi que 92 m€ dans Viu).

Les participations détenues par Bolloré SE et ses filiales sont principalement composées par :

- Universal Music Group (18,5%) ;
- Bigben Interactive (20,8%) ;
- Socfin (34,7%).

Les actifs financiers non courants comprennent les sociétés intégrées dans les boucles d'autocontrôle (Compagnie de l'Odet, Sofibol, Financière V et Omnium Bolloré). Ces dernières sont évaluées par transparence sur le cours de Bourse de Compagnie de l'Odet, en intégrant une décote reflétant leur moindre liquidité estimée à 7,2 % au 30 juin 2026.

Le portefeuille de participations dans des actifs financiers cotés s'élève à 2 371 m€ (contre 2 424 m€ au 31 décembre 2023) est composé des participations suivantes :

- Telecom Italia, détenu à 17,0%, représente une valeur comptable de 814 m€ ;
- Banijay Group, détenu à 19,2%, représente une valeur comptable de 716 m€ ;
- MediaForEurope, détenu à 19,8%, représente une valeur comptable de 409 m€ ;
- Telefonica, détenu à 1,0% représente une valeur comptable de 48 m€.

La Société détient également des participations non cotées pour un montant total de 128 m€.

Au 30 juin 2024, le besoin en fonds de roulement (BFR) est négatif à -1 307 m€. Il ressort toutefois en augmentation de 357 m€ par rapport à fin décembre 2023, où il s'élevait à -1 653 m€. Cette évolution s'explique principalement par une hausse du BFR dans le secteur de la Communication, liée aux activités de Vivendi.

Le Groupe Bolloré affiche une trésorerie nette positive de 7 193 m€, en forte progression. Cette augmentation s'explique principalement par les produits de cession de Bolloré Logistics à CMA CGM.

Bilan-Passif m€	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	30-juin-23 6m.	31-déc.-23 12 m.	30-juin-24 6m
Capital social	471	471	472	472	472	472	456
Primes liées au capital	1 304	1 304	1 304	1 304	1 304	1 304	715
Réserves consolidées	7 313	7 309	17 704	21 494	21 793	21 299	24 939
<b>Capitaux propres (pdg)</b>	<b>9 088</b>	<b>9 084</b>	<b>19 479</b>	<b>23 269</b>	<b>23 569</b>	<b>23 075</b>	<b>26 110</b>
Interêts minoritaires	16 854	16 900	14 939	13 298	12 747	13 330	13 842
<b>Capitaux propres</b>	<b>25 942</b>	<b>25 984</b>	<b>34 418</b>	<b>36 568</b>	<b>37 316</b>	<b>36 406</b>	<b>39 953</b>
Provisions pour avantages au personnel	1 041	1 019	687	403	353	433	410
Autres provisions	1 056	1 211	979	973	806	1 002	1 130
Provisions	2 097	2 230	1 666	1 376	1 159	1 435	1 540
Dettes financières	11 868	11 405	8 496	6 824	5 722	7 424	5 490
Autres passifs non courant (IFRS16)	2 173	2 727	1 587	1 042	732	2 870	2 945
Impôts différés	2 714	2 702	1 107	1 189	1 159	1 414	2 280
<b>Emprunts et dettes assimilées</b>	<b>16 754</b>	<b>16 834</b>	<b>11 190</b>	<b>9 054</b>	<b>7 613</b>	<b>11 709</b>	<b>10 715</b>
Dettes fournisseurs	12 302	11 571	9 595	9 012	7 306	10 832	10 254
<b>Passif courant d'exploitation</b>	<b>12 302</b>	<b>11 571</b>	<b>9 595</b>	<b>9 012</b>	<b>7 306</b>	<b>10 832</b>	<b>10 254</b>
Dettes fiscales et sociales	169	208	210	132	105	122	172
Autres passifs courants	906	1 042	553	526	523	908	956
Passifs relatifs au activités en cours de cession	-	-	-	564	1 849	1 832	17
<b>Passif courant hors exploitation</b>	<b>1 075</b>	<b>1 250</b>	<b>763</b>	<b>1 221</b>	<b>2 477</b>	<b>2 862</b>	<b>1 145</b>
<b>Total passif</b>	<b>58 170</b>	<b>57 869</b>	<b>57 632</b>	<b>57 230</b>	<b>55 870</b>	<b>63 244</b>	<b>63 607</b>

Au 30 juin 2024, les capitaux propres part du Groupe s'établissent à 26 110 m€, en augmentation par rapport à fin décembre 2023 compte tenu de l'impact de la plus-value de cession de Bolloré Logistics sur le résultat net du Groupe.

L'endettement financier brut de la société s'établit à 5 489,9 m€ au 30 juin 2024, en nette diminution par rapport aux 7 424,4 m€ enregistrés à la fin de la période précédente. Cette baisse significative s'explique principalement par le remboursement de plusieurs emprunts obligataires.

A la suite de la prise de contrôle de Lagardère SA par Vivendi SE, effective le 21 novembre 2023, des clauses de changement de contrôle ont été activées sur les emprunts obligataires et les emprunts Schuldschein de Lagardère SA. Ces clauses ont offert aux prêteurs la possibilité de demander le remboursement anticipé de leurs prêts, contribuant ainsi à la réduction globale de l'endettement financier du Groupe. Après déduction de la trésorerie et des équivalents pour un montant de 7 193,4 m€ ainsi que des actifs financiers de gestion pour 450 m€ et des dérivés actifs pour 2,1 m€, l'endettement financier net s'établit à -2 155,6 m€ au 30 juin 2024, hors passifs de loyer IFRS 16.

## 8.2.2 Somme des parties Bolloré SE

### 8.2.2.1 Méthodologie mise en œuvre

Compte tenu de la complexité du Groupe et de la nature de Bolloré SE, nous avons retenu une approche de valeur par la somme des parties. Celle-ci consiste à déterminer la valeur de marché de l'intégralité des actifs comptabilisés au bilan consolidé de Bolloré SE en utilisant une méthode appropriée<sup>26</sup>. La valeur des capitaux propres part du Groupe est ensuite déterminée en déduisant la dette financière nette consolidée du groupe ainsi que les autres éléments de passage.

Vivendi étant consolidé en intégration globale, les éléments de passage ont dû être ajustés du contributif de cette dernière pour ne pas compter deux fois les actifs et les passifs issus de cette participation.

En plus des participations cotées, l'approche tient compte de la valeur des cinq divisions du Groupe : Energy, Logistique pétrolière, Blue Solutions, Films et Systèmes (hors IER détenue directement par Compagnie du Cambodge et Société Industrielle et Financière de l'Artois).

<sup>26</sup> Cours de bourse pour les participations cotées, actualisation de flux de trésorerie d'exploitation pour les participations non cotées.

### 8.2.2.2 Eléments de passage Bolloré SE, hors Vivendi :

Bolloré SE Eléments de passage de la VE à la VCP m€	30-juin-24		
	Bolloré SE (A)	Vivendi (B)	A - B
Dette financière (hors IFRS 16)	(5 490)	(5 006)	(484)
Disponibilités et équivalents	7 196	1 116	6 080
Actifs de trésorerie	450	-	450
<b>Position financière nette hors IFRS 16</b>	<b>2 156</b>	<b>(3 890)</b>	<b>6 045</b>
Intérêts minoritaires	(13 842)	(13 604)	(238)
Provisions pour R&C	(1 130)	(893)	(237)
Provisions pour retraite	(307)	(283)	(24)
Engagement de rachat	(8)	-	(8)
Impôts différés	(1 715)	(1 666)	(49)
Actifs en cours de cession	(11)	(11)	(0)
<b>Autres éléments</b>	<b>(17 002)</b>	<b>(16 447)</b>	<b>(555)</b>
<b>Total au 30/06/2024</b>	<b>(14 847)</b>	<b>(20 337)</b>	<b>5 490</b>
Acquisition/cession d'actions entre le 30/06/ et le 23/12	(363)		(363)
<b>Total ajusté au 23/12/2024</b>	<b>(15 210)</b>	<b>(20 337)</b>	<b>5 127</b>

**NB** : La participation dans Vivendi<sup>27</sup> étant évaluée à partir de son cours de bourse, nous avons reconstitué, à partir des données fournies par le management, un position financière nette de Bolloré SE hors intégration globale de Vivendi. Celle-ci a été ajustée de l'impact sur la trésorerie des acquisitions/cessions d'actions survenues entre le 30 juin et 23 décembre 2024, l'impact de ces actions sur la valeur ayant été pris en compte dans nos modèles d'évaluation.

### 8.2.2.3 Evaluation de la division Blue Solutions

#### Business plan :

Le business plan étudié a été produit par le management de Blue Solutions et porte sur le développement et la commercialisation d'une nouvelle génération de batteries électriques « tout solide ». Les projections financières couvrent une période de 16 ans, de 2025 à 2040 inclus. Les prévisions incluent le compte de résultat ainsi que les CAPEX et les flux de trésorerie.

- **Chiffres d'affaires** : La croissance prévue par le management pour cette activité est nulle puis faible les premières années, avec une nette accélération à partir de 2031 suivie d'une relative stabilisation de cette croissance sur la période 2037-2040.
- **Marge opérationnelle** : Le management prévoit à terme une marge opérationnelle élevée avec la construction de nouvelles capacités de production, significativement supérieure à celle des activités historiques du Groupe.
- **BFR** : Par simplification, en l'absence de prévisions de la part du management, nous avons considéré un niveau de BFR nul sur l'ensemble de l'horizon.

#### Taux d'actualisation :

Le coût du capital utilisé pour le DCF a été assimilé à un coût des fonds propres tenant compte des références relevées sur les marchés financiers à fin novembre 2024<sup>28</sup>. Un échantillon de 8 entreprises comparables a permis de déterminer une fourchette de coefficient bêtas hors dette comprise entre 1,59 (médiane) et 1,89 (moyenne pondérée par les coefficients R<sup>2</sup>). Le coût du capital ainsi estimé ressort compris entre 12,3 % et 13,8 %, soit une valeur centrale de 13,3 %.

Ce niveau de taux d'actualisation, faible compte tenu du niveau de maturité du projet, repose sur une hypothèse prise en compte d'une partie du risque d'exécution dans les flux du plan d'affaires. A l'inverse et également compte

<sup>27</sup> Et donc dans Canal+, Havas et Louis Hachette Group, après la scission.

<sup>28</sup> Cf. [fairness-finance.com](http://fairness-finance.com)

tenu du niveau de maturité du projet, nous avons considéré que le projet sera financé à 100 % en capitaux propres (coût de fonds propres à endettement nul).

#### Evaluation :

Les flux du plan d'affaires issus des activités historiques de l'entreprise, prolongés jusqu'en 2040 et actualisés à un taux de 13,3 %, aboutissent à une valeur de l'actif économique de l'activité de 475 m€.

Blue	
Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	(833)
Cash flow terminal	1 046
Valeur terminale	9 217
Valeur présente de la valeur terminale	1 237
Valeur des déficits reportables	71
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>475</b>

En l'absence d'éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres (intégralement pris en compte au niveau du Groupe Bolloré SE), cette approche estime la contribution de « Blue Solutions » à la valeur du groupe à 475 m€.

La sensibilité de cette valeur aux hypothèses retenues ressort toutefois très significative, la fourchette générale d'évaluation ressortant comprise entre 190 m€ et 862 m€ :

Blue m€		CMPC				
		11.3 %	12.3 %	13.3 %	14.3 %	15.3 %
g <sup>∞</sup>	1.5 %	1 214	767	430	173	(23)
	1.7 %	1 256	797	452	190	(11)
	1.9 %	1 300	829	475	207	1
	2.1 %	1 346	862	499	224	14
	2.3 %	1 394	896	523	242	28

#### 8.2.2.4 Evaluation de la division Bolloré Energy

##### Business Plan en extinction :

Le business plan étudié a été produit par le management de Bolloré Energy. Les projections financières couvrent une période de 26 ans, offrant une vision de la décroissance progressive de l'activité, influencée par les limites des réserves pétrolières. Les prévisions intègrent le chiffre d'affaires, l'EBITDA, les amortissements et dépréciations, ainsi que l'EBIT. Elles couvrent également les variations du BFR brut, les CAPEX, les impôts, et enfin les flux de trésorerie disponibles.

- **Chiffres d'affaires** : L'entreprise prévoit en 2024 un retour progressif à des niveaux de chiffre d'affaires comparables à ceux d'avant le conflit en Ukraine. À partir de 2025, le management anticipe une décroissance annuelle du chiffre d'affaires, avec une intensification progressive au fil des années. Cette baisse s'explique par la réduction des prix des produits pétroliers, qui avaient atteint des sommets historiques en 2022 à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine, ainsi que par un recul des volumes vendus de fuel domestique.
- **Marge opérationnelle** : Le management prévoit une marge opérationnelle en ligne avec la rentabilité historique de l'activité, la bonne tenue des marges permettant de compenser la baisse croissante des volumes.
- **BFR** : Le BFR a été modélisé par le Management en s'appuyant sur les ratios observés en 2023 pour cette activité du groupe.

##### Taux d'actualisation :

Le coût du capital utilisé pour le DCF a été assimilé à un coût des fonds propres tenant compte des références relevées sur les marchés financiers à fin novembre 2024. Un échantillon de 11 entreprises comparables a permis d'estimer un coefficient bêta désendetté de 0,68. Le coût des fonds propres ainsi estimé ressort à 7,8 %.

## Evaluation :

Les flux du plan d'affaires prolongés jusqu'en 2050 et actualisés à un taux de 7,8 % aboutissent à une valeur de l'actif économique de l'activité de 394 m€.

Energy	
Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	392
Cash flow terminal	1
Valeur terminale	14
Valeur présente de la valeur terminale	2
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>394</b>

En l'absence d'éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres (intégralement pris en compte au niveau du groupe Bolloré SE), cette approche estime la contribution de « Bolloré Energy » à la valeur du groupe à 394 m€.

La sensibilité de cette valeur aux hypothèses retenues ressort peu significative, notamment s'agissant du taux de croissance à l'infini compte tenu de l'horizon du plan d'affaires :

Energy						
m€		6.8 %	7.3 %	7.8 %	8.3 %	8.8 %
g <sup>∞</sup>	1.5 %	428	410.4	394	379	365
	1.8 %	428	410.3	394	379	365
	2.0 %	427	410.3	394	379	365
	2.3 %	427	410.3	394	379	365
	2.5 %	427	410	394	379	365

### 8.2.2.5 Evaluation de la division Films

#### Business Plan :

Le business plan étudié a été produit par le management de Bolloré Innovative Thin Films. Les projections financières s'étendent sur une période de 4 ans, de 2025 à 2028 inclus. Les prévisions intègrent le chiffre d'affaires, l'EBITDA, les amortissements et dépréciations, ainsi que l'EBIT. Elles incluent également les variations du BFR brut, les CAPEX, les impôts, et enfin les flux de trésorerie disponibles.

- **Chiffres d'affaires** : Le management prévoit une légère croissance progressive pour cette activité, similaire à celle observée entre 2018 et 2022. Cette hausse est expliquée par la volonté de se recentrer sur les secteurs les plus techniques et d'accroître l'innovation, en augmentant les investissements pour moderniser et améliorer les performances de ses outils de production installés dans son usine en Bretagne.
- **Marge opérationnelle** : Le management prévoit une marge opérationnelle limitée sur cette activité, bien que supérieure à celle des années précédentes et en hausse au fur et à mesure des années.
- **BFR** : Les variations de BFR ont été modélisées par le management et apparaissent cohérentes avec celles observées lors des derniers exercices. De plus, ces variations restent peu significatives.

#### Taux d'actualisation :

Le coût du capital utilisé pour le DCF a été assimilé à un coût des fonds propres tenant compte des références relevées sur les marchés financiers à fin novembre 2024. Un échantillon de 6 entreprises comparables a permis d'estimer un bêta désendetté de 0,62. Le coût du capital ainsi estimé ressort à 7,5 %.

#### Evaluation :

Les flux du plan d'affaires actualisés à un taux de 7,5 % aboutissent à une valeur de l'actif économique de l'activité de 121 m€.

Films	
Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	(11)
Cash flow terminal	10
Valeur terminale	177
Valeur présente de la valeur terminale	132
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>121</b>

Analyse de sensibilité aux hypothèses actuarielles :

Films m€		CMPC				
		6.5 %	7.0 %	7.5 %	8.0 %	8.5 %
g <sup>∞</sup>	1.4 %	139	123	110	98	89
	1.7 %	147	130	115	103	92
	1.9 %	156	137	121	108	97
	2.2 %	166	145	127	113	101
	2.4 %	177	153	134	119	106

### 8.2.2.6 Evaluation de la division Systems (hors IER)

#### Business Plan

Le management de Bolloré a élaboré un business plan pour l'entité Systems, incluant IER, ainsi qu'un autre business plan uniquement pour IER. Afin d'obtenir le business plan de Systems hors IER, nous avons procédé à un retraitement des deux plans, en excluant les éléments liés à IER, pour isoler les projections financières et les données spécifiques à Systems seul. Les projections financières s'étendent sur une période de 4 ans, de 2025 à 2028 inclus. Les prévisions intègrent le chiffre d'affaires, l'EBITDA, les amortissements et dépréciations, ainsi que l'EBIT. Elles incluent également les variations du BFR brut, les CAPEX, les impôts, et enfin les flux de trésorerie disponibles.

- **Chiffres d'affaires** : Après une forte baisse du chiffre d'affaires de cette activité entre 2018 et 2020, le management anticipe une légère augmentation progressive de celui-ci. Cette croissance est expliquée par l'évolution favorable de l'ensemble des segments (véhicules passagers, piétons et services), avec des résultats particulièrement positifs en France et en Amérique du Nord.
- **Marge opérationnelle** : Le management anticipe un retour à la rentabilité pour cette branche d'activité, déficitaire en 2023. La marge opérationnelle prévue reste toutefois limitée.
- **BFR** : Les variations de BFR ont été modélisées par le management. Elles sont peu significatives et apparaissent cohérentes au regard de l'historique ainsi que de la faible croissance d'activité anticipée.

#### Taux d'actualisation :

Le coût du capital utilisé pour le DCF a été assimilé à un coût des fonds propres tenant compte des références relevées sur les marchés financiers à fin novembre 2024. Un échantillon de 6 entreprises comparables a permis de déterminer un bêta désendetté de 0,89. Le coût des fonds propres ainsi estimé ressort à 8,8 %.

#### Evaluation :

Les flux du plan d'affaires actualisés à un taux de 8,8 % aboutissent à une valeur de l'actif économique de l'activité de 12 m€.

Systems (hors IER)	
Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	4
Cash flow terminal	1
Valeur terminale	11
Valeur présente de la valeur terminale	8
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>12</b>

## Analyse de sensibilités :

Systems (hors IER) m€		CMPC				
		7.8 %	8.3 %	8.8 %	9.3 %	9.8 %
g∞	1.5 %	12.8	11.9	11.2	10.6	10.0
	1.7 %	13.1	12.2	11.4	10.7	10.2
	1.9 %	13.4	12.5	11.6	10.9	10.3
	2.1 %	13.7	12.7	11.9	11.1	10.5
	2.3 %	14.1	13.0	12.1	11.4	10.7

### 8.2.2.7 Réévaluation des participations cotées à partir de leur cours de bourse

À l'exception de Socfin, pour laquelle nous avons retenu le prix offert lors de son retrait de la cote, nous avons réévalué les titres détenus par le Groupe Bolloré en fonction de leur cours de bourse moyen sur 20 jours, arrêté au 23 décembre 2024.

#### ■ UMG NV – Universal Music Group

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	29.49	16.65	22.50	1 194 352 029	1 553 124	65.63%	125.95%	100.00%
24 mois	29.49	18.29	23.52	720 544 928	1 412 833	39.53%	75.72%	100.00%
12 mois	29.49	19.93	25.21	330 110 284	1 299 647	18.07%	34.55%	100.00%
6 mois	28.72	19.93	23.56	192 354 356	1 479 649	10.52%	20.09%	100.00%
3 mois	25.18	21.86	23.49	94 086 721	1 470 105	5.14%	9.83%	100.00%
20 jours	25.18	22.29	23.66	31 985 537	1 599 277	1.75%	1.75%	100.00%
Spot	24.44	24.00	24.37	2 508 410	2 508 410	0.14%	0.14%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

#### ■ Vivendi SE (post-scission)

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	2.67	1.66	2.15	2 073 242 914	2 696 025	194.07%	309.36%	100.00%
24 mois	2.67	1.74	2.11	1 352 187 193	2 651 347	129.04%	202.25%	100.00%
12 mois	2.67	1.80	2.22	752 260 046	2 961 654	73.04%	111.02%	100.00%
6 mois	2.67	1.80	2.24	506 453 554	3 895 797	49.17%	75.53%	100.00%
3 mois	2.67	1.80	2.26	371 250 137	5 800 783	36.05%	55.37%	100.00%
20 jours	2.67	1.80	2.32	263 865 814	13 193 291	18.63%	25.62%	100.00%
Spot	2.52	2.39	2.51	26 390 005	26 390 005	2.58%	2.56%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

#### ■ Rubis

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	33.15	18.97	24.73	165 253 264	214 894	160.12%	188.36%	100.00%
24 mois	33.15	18.97	24.65	101 732 834	199 476	98.39%	117.82%	100.00%
12 mois	33.15	21.34	26.20	55 581 703	218 826	53.59%	68.73%	100.00%
6 mois	28.37	21.34	24.14	24 155 517	185 812	23.24%	31.07%	100.00%
3 mois	25.26	21.34	23.09	12 917 234	201 832	12.45%	16.68%	100.00%
20 jours	24.06	21.88	22.77	3 147 930	157 397	3.06%	3.05%	100.00%
Spot	23.00	22.32	22.96	350 163	350 163	0.34%	0.34%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

▪ Socfinasia

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	18.80	14.10	16.01	1 037 016	1 349	5.29%	26.53%	99.48%
24 mois	17.20	14.10	15.81	664 266	1 302	3.39%	16.99%	99.22%
12 mois	17.20	14.10	15.60	354 360	1 395	1.81%	9.06%	99.21%
6 mois	17.20	14.50	15.75	188 624	1 451	0.96%	4.83%	98.46%
3 mois	17.20	15.20	16.27	97 218	1 519	0.50%	2.49%	98.44%
20 jours	17.20	15.20	15.92	23 566	1 178	0.12%	0.12%	100.00%
Spot	15.30	15.20	15.20	200	200	0.00%	0.00%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

▪ Socfinaf

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	15.80	9.50	12.16	1 199 162	1 559	6.72%	20.44%	99.22%
24 mois	13.80	9.50	11.35	708 158	1 389	3.97%	12.07%	99.22%
12 mois	13.80	9.50	11.30	373 757	1 471	2.10%	6.37%	99.61%
6 mois	13.80	10.60	12.00	196 130	1 509	1.10%	3.34%	99.23%
3 mois	13.80	11.20	12.46	128 791	2 012	0.72%	2.20%	98.44%
20 jours	12.60	11.50	12.15	30 669	1 533	0.17%	0.17%	100.00%
Spot	12.10	11.90	11.90	2 000	2 000	0.01%	0.01%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

▪ BigBen Interactive

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	15.83	1.31	6.30	22 291 222	28 987	119.34%	188.08%	100.00%
24 mois	7.22	1.31	3.64	14 179 405	27 803	76.50%	120.31%	100.00%
12 mois	3.88	1.31	2.46	6 726 613	26 483	36.28%	56.80%	100.00%
6 mois	2.52	1.31	1.97	3 166 077	24 354	17.08%	26.67%	100.00%
3 mois	2.10	1.31	1.69	1 560 564	24 384	8.42%	13.15%	100.00%
20 jours	1.66	1.31	1.43	728 530	36 427	3.93%	3.93%	100.00%
Spot	1.37	1.35	1.36	9 539	9 539	0.05%	0.05%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

▪ Nacon

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	6.26	0.44	2.16	64 393 477	83 737	71.48%	200.32%	100.00%
24 mois	2.90	0.44	1.38	46 057 574	90 309	50.10%	129.99%	100.00%
12 mois	1.83	0.44	1.02	28 565 228	112 462	29.51%	70.58%	100.00%
6 mois	1.35	0.44	0.79	16 302 079	125 401	15.49%	33.08%	100.00%
3 mois	0.92	0.44	0.62	10 364 650	161 948	9.60%	20.21%	100.00%
20 jours	0.59	0.44	0.52	2 974 756	148 738	2.75%	2.75%	100.00%
Spot	0.55	0.52	0.53	53 023	53 023	0.05%	0.05%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

▪ Vallourec

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	18.20	6.60	11.91	789 136 233	1 026 185	344.09%	483.94%	100.00%
24 mois	18.20	9.55	13.15	430 446 827	844 013	187.52%	264.67%	100.00%
12 mois	18.20	12.79	15.06	168 334 873	662 736	73.19%	103.42%	100.00%
6 mois	17.31	12.81	14.85	66 320 081	510 154	28.82%	40.71%	100.00%
3 mois	17.31	13.04	15.43	34 474 554	538 665	14.97%	21.13%	100.00%
20 jours	17.31	16.06	16.65	10 837 159	541 858	4.70%	4.70%	100.00%
Spot	16.38	16.06	16.27	1 160 532	1 160 532	0.51%	0.50%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

▪ **Unicredit**

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	44.19	7.75	18.56	11 428 798 800	14 861 897	602.70%	647.90%	99.35%
24 mois	44.19	13.20	25.51	5 981 084 345	11 727 616	335.19%	360.09%	99.61%
12 mois	44.19	24.28	34.73	2 252 881 650	8 869 613	134.73%	143.19%	99.61%
6 mois	44.19	30.95	37.87	1 063 613 216	8 181 640	64.95%	67.74%	99.23%
3 mois	44.19	35.45	39.27	555 080 852	8 673 138	33.94%	35.58%	100.00%
20 jours	39.64	35.45	37.62	157 943 001	7 897 150	9.69%	9.69%	100.00%
Spot	37.74	36.70	37.65	13 196 802	13 196 802	0.85%	0.85%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

▪ **Metaguest AI Incorporated (CAD)**

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	0.55	0.07	0.17	8 313 914	10 811	14.97%	26.83%	52.02%
24 mois	0.42	0.07	0.18	5 551 413	10 885	9.21%	14.17%	61.57%
12 mois	0.32	0.10	0.20	2 355 555	9 274	3.66%	4.37%	65.35%
6 mois	0.28	0.10	0.16	1 447 863	11 137	2.19%	2.43%	63.08%
3 mois	0.20	0.10	0.16	1 038 711	16 230	1.52%	1.69%	68.75%
20 jours de b	0.18	0.10	0.16	463 120	23 156	0.66%	0.66%	80.00%
Spot	0.13	0.13	0.13	8 500	8 500	0.01%	0.01%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

▪ **Canal + (GBP)**

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
24 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
12 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
20 jours	3.00	1.86	2.17	158 157 686	7 907 884	15.94%	15.94%	20.00%
Spot	2.03	1.86	2.01	23 180 709	23 180 709	2.34%	2.34%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

▪ **Havas**

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
24 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
12 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
20 jours	1.99	1.40	1.72	119 843 670	5 992 184	12.08%	12.08%	20.00%
Spot	1.57	1.40	1.57	15 414 623	15 414 623	1.55%	1.55%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

▪ **Louis Hachette Group**

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée <sup>(1)</sup>	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
24 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
12 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3 mois	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
20 jours	1.47	1.17	1.37	185 777 673	9 288 884	18.76%	18.73%	20.00%
Spot	1.36	1.17	1.33	52 042 364	52 042 364	5.28%	5.25%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

**NB** : les cours exprimés en dollars canadiens et en Livres Sterling supra ont été convertis en euros dans la somme des parties détaillée infra.

### 8.2.2.8 Synthèse des résultats

L'approche de valeur du Groupe dans son ensemble par la méthode de la somme des parties aboutit à une valeur de capitaux propres de 17,3 Md€ (16,0 md€ déduction faite des coûts de holding capitalisés), très proche de la capitalisation boursière de Bolloré SE (16,6 md€ pour une moyenne 20 jours au 23 décembre 2024).

**NB** : Ce montant tient uniquement compte de la valeur des actifs réels de Bolloré SE et de Compagnie de l'Odet, sans prise en compte des boucles d'autodétention. Il correspond donc à une vision « Groupe » ou « 100 % » de la valeur. Il ne peut donc pas se comparer à l'actif net comptable part du groupe consolidé de Bolloré SE (26,1 md€), qui correspond à une vision de la valeur du point de vue de la société, et intègre donc un effet relatif sur les autres parties prenantes aux boucles d'autodétention estimé à 7 md€ dans les comptes de cette dernière.

Bolloré SE (hors boucles) SOTP m€	% Détention	Cours de référence	Somme des parties
<b>Activités propres</b>			<b>1 083</b>
<b>Participations dans des sociétés cotées</b>			<b>10 832</b>
Vivendi	29.3%	2.3€	700
Canal+	30.4%	2.6€	790
Havas	30.4%	1.7€	519
Louis Hachette Group	30.4%	1.4€	414
UMG	18.5%	23.7€	8 013
Rubis	6.0%	22.8€	140
Bigben	20.8%	1.4€	6
Socfin	34.7%	32.0€	157
SocfinAsia	22.3%	15.9€	69
SocfinAF	8.6%	12.2€	19
Vallourec	0.1%	16.7€	2
Nacon	3.2%	0.5€	2
UniCredit	0.0%	37.6€	0
Metaguest	8.6%	0.1€	1
<b>Autres actifs à la VNC</b>			<b>258</b>
<b>Valeur d'entreprise</b>			<b>12 173</b>
Position financière nette			6 045
Autres éléments de passage			(555)
Ajustements post 30/06/2024			(386)
<b>Valeur des capitaux propres (hors boucles d'auto-détention)</b>			<b>17 277</b>
Frais de holding capitalisés			(1 299)
<b>Valeur des capitaux propres (nette des frais de holding)</b>			<b>15 978</b>
Capitalisation boursière au 23 décembre 2024 <sup>(1)</sup>			16 559

(1) Ajustée de l'autocontrôle direct.

### 8.2.2.9 Frais de holding

L'approche de valeur par la somme des parties détaillée supra n'étant pas ajustée des frais pris en charge par le Groupe au profit de ses filiales, la valeur capitalisée de ceux-ci a été estimée infra à partir des informations

transmises par le management et retient des hypothèses actuarielles identiques à celles utilisées pour l'actualisation de dividendes et l'ANR 2 développés §4|supra.

Bolloré SE			
Capitalisation des coûts de holding m€	2024 Budget	Ajustements normatif	2024 Ajusté
Masse salariale et honoraires associés	(45)	3	(42)
SI et honoraires associés	(12)	-	(12)
Assurance	(5)	-	(5)
Actions gratuites (non cash)	(7)	-	(7)
Coûts immobiliers sans sous-location	(12)	8	(4)
Coûts des holdings financières	(3)	-	(3)
Coûts des avions (net des refacturations tiers)	(3)	(10)	(13)
Coûts des générosités	(5)	-	(5)
Divers	(4)	-	(4)
<b>Coûts totaux</b>	<b>(96)</b>	<b>1</b>	<b>(95)</b>
Taux d'actualisation	7.5 %		7.5 %
Taux de croissance à l'infini	2.0 %		2.0 %
<b>Coûts capitalisés</b>	<b>(1 781)</b>		<b>(1 763)</b>
Taux d'IS	25.8 %		25.8 %
<b>Coûts capitalisés nets de l'économie d'IS</b>	<b>(1 321)</b>		<b>(1 308)</b>

## 8.3 Approche de valeur de la société IER

### 8.3.1 Business Plan

Le business plan étudié a été produit par le management de Bolloré. Les projections financières s'étendent sur une période de 4 ans, de 2025 à 2028 inclus. Les prévisions intègrent le chiffre d'affaires, l'EBITDA, les amortissements et dépréciations, ainsi que l'EBIT. Elles incluent également les variations du BFR brut, les CAPEX, les impôts, et enfin les flux de trésorerie disponibles.

- **Chiffres d'affaires** : Le management anticipe une augmentation progressive de celui-ci, en ligne avec les derniers exercices.
- **Marge opérationnelle** : Le management anticipe un retour à la rentabilité pour cette branche d'activité, déficitaire sur les derniers exercices. La marge opérationnelle prévue reste toutefois limitée.
- **BFR** : Les variations de BFR ont été modélisées par le management. Elles sont peu significatives et apparaissent cohérentes au regard de l'historique ainsi que de la faible croissance d'activité anticipée.

### 8.3.2 Approche par la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie

#### 8.3.2.1 Taux d'actualisation :

Le coût du capital utilisé pour le DCF a été assimilé à un coût des fonds propres tenant compte des références relevées sur les marchés financiers à fin novembre 2024. Un échantillon de 6 entreprises comparables a permis de déterminer un bêta avec levier de 0,89. Le coût des fonds propres à endettement nul ainsi estimé ressort à 8,8 %.

#### 8.3.2.2 Résultats de l'approche d'évaluation :

Les flux du plan d'affaires actualisés à un taux de 8,8 % valorise l'actif économique de l'activité 140 m€.

IER	
Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	21
<i>Cash flow terminal</i>	11
<i>Valeur terminale</i>	167
Valeur présente de la valeur terminale	118
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>140</b>
Position financière nette	(60)
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>80</b>
Nombre total d'actions	1 641 834
<b>Valeur par action</b>	<b>48.6 €</b>

Après ajustement de la position financière nette au 30 juin 2024, la valeur des capitaux propres d'IER ressort à 80 m€, soit une valeur par action de 48,6 €.

### 8.3.3 Approche par la méthode des multiples de sociétés cotées comparables

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons repris l'échantillon de comparables déjà utilisé pour déterminer le paramètre bêta utilisé dans le taux d'actualisation.

Nous avons calculé les multiples extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 30 novembre 2024 par rapport au consensus des prévisions des analystes financiers pour l'Ebitda anticipé pour les exercices 2025 à 2027<sup>29</sup>. Par ailleurs, les multiples d'Ebitda ont été redressés, lorsque c'était nécessaire et lorsque l'information disponible le permettait, des effets de la norme IFRS 16 en retirant du numérateur la dette de loyers opérationnels et en réintégrant au dénominateur la charge de loyers opérationnels estimée à partir des dotations aux amortissements et des frais financiers comptabilisés à ce titre.

Nos travaux retiennent les multiples moyens (hors extrêmes) et médians observés sur l'échantillon. Ces multiples agrégés bruts ont ensuite été décotés pour tenir compte du différentiel de croissance, de taille et de risque entre les différentes activités<sup>30</sup> et les échantillons de référence.

Nous considérons toutefois que malgré les ajustements mis en œuvre dans la démarche décrite supra, nous ne présentons l'approche qu'à titre indicatif :

- La méthode des multiples de sociétés comparables cotées est mal adaptée à l'évaluation de sociétés en retournement ;
- il n'existe qu'une seule société cotée directement comparable, spécialisée exclusivement dans les contrôles d'accès. Les autres entreprises cotées du secteur sont largement diversifiées, incluant notamment des activités telles que les terminaux de paiement ou des produits BtoC ;
- les sociétés de l'échantillon font état d'une rentabilité supérieure à celle d'IER.

Les multiples d'EBITDA 2025-2027 relevés sur l'échantillon, décotés de 8,7 % en application de la méthodologie détaillée ci-dessus, appliqués aux agrégats du plan du management, aboutissent à une large fourchette de valeurs d'entreprise comprise entre 48 m€ et 110 m€.

IER (m€)	Min	Centrale	Max
Médiane	111	145	179
Moyenne hors extrêmes	104	131	159
<b>Valeur d'entreprise retenue</b>	<b>107</b>	<b>138</b>	<b>169</b>
Position financière nette	(60)	(60)	(60)
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>48</b>	<b>79</b>	<b>110</b>

<sup>29</sup> Ajustés pour aligner l'intégralité des échantillons sur une clôture au 31 décembre, l'exercice 2024 n'a pas été inclus dans l'analyse car non représentatif des performances anticipées pour la société.

<sup>30</sup> Approche basée sur la formule de rente à l'infini de Gordon-Shapiro, permettant d'apprécier la décote applicable aux multiples à travers un différentiel de taux d'actualisation et de croissance à l'infini.

## 8.4 Taux d'actualisation Bolloré SE

Nous estimons le taux d'actualisation applicable à Bolloré SE dans une fourchette comprise entre 6,9 % et 8,1 %, la fourchette basse ainsi déterminée retenant une hypothèse très favorable à l'actionnaire minoritaire de conservation de la trésorerie disponible.

Appréciation du taux d'actualisation	29-nov.-24			
	Référence / Calcul	Marché	Bolloré SE	
			f.basse	f.haute
<b>Estimation du bêta anticipé :</b>				
Bêta de l'actif économique	$\beta_u$	<b>0.86</b>	<b>0.75</b>	<b>0.75</b>
Lever cible en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	22.0 %	(33.7)%	-
Taux d'impôt sur les sociétés	$T_{IS}$	25.0 %	25.0 %	25.0 %
Bêta avec levier	$\beta_L$	1.00	0.50	0.75
<b>TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché</b>	<b><math>TRI_M</math></b>	<b>9.2 %</b>	<b>9.2 %</b>	<b>9.2 %</b>
Taux sans risque (10 ans)	$R_f$	2.6 %	2.6 %	2.6 %
<b>Prime de risque actions</b>	<b><math>\Pi_E = TRI_M - R_f</math></b>	<b>6.6 %</b>	<b>6.6 %</b>	<b>6.6 %</b>
dont prime de biais optimiste large caps	$\Pi_O$	2.1 %	2.1 %	2.1 %
dont prime de risque de défaut large caps	$\Pi_D$	0.2 %	0.2 %	0.2 %
dont prime AAA	$\Pi_{AAA}$	(0.4)%	(0.4)%	(0.4)%
<b>Sous-total biais large caps + prime AAA</b>	<b><math>\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}</math></b>	<b>1.9 %</b>	<b>1.9 %</b>	<b>1.9 %</b>
<b>Prime MEDAF résultante</b>	<b><math>\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}</math></b>	<b>4.7 %</b>	<b>4.7 %</b>	<b>4.7 %</b>
<b>Prime MEDAF affectée du bêta</b>	<b><math>\Pi_R \times \beta_L</math></b>	<b>4.7 %</b>	<b>2.4 %</b>	<b>3.5 %</b>
Prime de taille observée	A	-	0.3 %	0.3 %
Biais de prévision small cap	B	-	(0.2)%	(0.2)%
<b>Prime résiduelle de taille</b>	<b><math>\Pi_T = A + B</math></b>	<b>-</b>	<b>0.1 %</b>	<b>0.1 %</b>
<b>Prime de risque pays</b>	<b><math>\Pi_P</math></b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Coût des fonds propres</b>	<b><math>k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P</math></b>	<b>9.2 %</b>	<b>6.9 %</b>	<b>8.1 %</b>
Taux sans risque	$R_f$	2.2 %	2.2 %	2.2 %
Spread de crédit	$S_C$	0.9 %	0.9 %	0.8 %
Prime de risque pays	$\Pi_P$	-	-	-
<b>Coût de la dette avant IS : <math>k_d</math></b>	<b><math>k_d = R_f + S_C + \Pi_P</math></b>	<b>3.1 %</b>	<b>3.1 %</b>	<b>3.1 %</b>
Charge d'intérêt après IS	$k_{dIS} = k_d \times (1 - T_{IS})$	2.3 %	2.3 %	2.3 %
<b>Lever cible en valeur d'entreprise</b>	<b><math>L_{VE} = DN / (DN + VFP)</math></b>	<b>18.0 %</b>	<b>(50.8)%</b>	<b>-</b>
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b><math>CMPC = L_{VE} \times k_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times k_e</math></b>	<b>8.0 %</b>	<b>6.9 %</b>	<b>8.1 %</b>

### Concepts utilisés dans l'appréciation de la fourchette de taux d'actualisation :

- **TRI implicite du marché** : rendement implicite ex-ante observé sur un échantillon de 1 164 sociétés cotées de la zone euro au 29 novembre 2024 (lissage 3 mois, source : Fairness Finance) qui permet d'égaliser la somme actualisée des prévisions de flux de trésorerie libres avec la capitalisation boursière.
- **Taux sans risque** : rendement des emprunts à 10 ans des états de la zone euro notés AA et mieux et pondéré par leurs poids dans le PIB, meilleure estimation selon nous du rendement sans risque sur l'horizon d'investissement d'un investisseur actions ;
- **Prime de risque action** : écart entre le TRI implicite du marché et le taux sans risque.
- **Prime AAA** : écart de rendement observé à date entre les emprunts d'Etats et les obligation *corporate* AAA émises en euros. Cet écart de rendement est une composante de la prime de risque action correspondant à la différence entre un placement sans risque souverain et un placement sans risque *corporate*, sur laquelle ne s'applique pas le bêta.
- **Biais de prévision large cap** : somme de la prime de risque de défaut et de la prime de risque pour biais d'optimisme intégrées dans la prime de risque action pour le marché dans son ensemble et donc pour les *large cap*, sur lesquelles le bêta ne s'applique pas (estimation Fairness Finance<sup>31</sup>).
- **Prime de risque MEDAF** : pure prime de risque résiduelle au sens MEDAF, sur laquelle s'applique le coefficient bêta.

<sup>31</sup> Cf. modèle Fairness Finance Advanced, détaillé sur [fairness-finance.com](http://fairness-finance.com) qui présente la bibliographie associée.

- **Bêtas de l'actif économique (désendetté) retenu** : Bêta des variations mensuelles du cours de l'action Bolloré SE, observées sur une période de 3 ans par rapport à l'indice SBF 120.
- **Prime résiduelle de taille** : Surcroît de rendement<sup>32</sup> exigé par les investisseurs en actions à date pour les sociétés de la taille de Bolloré SE, ajusté pour tenir compte d'un risque de crédit très limité.
- **Coût de la dette avant IS** : coût de la dette au 29 novembre 2024 issu du modèle Fairness Finance pour une société notée BBB et une maturité de 5 ans.
- **Fourchette de leviers cibles** : fourchette de leviers financiers exprimés en valeur d'entreprise comprise entre le levier observé à date, qui représente une fourchette basse absolue<sup>33</sup> pour le taux applicable, et un levier financier nul.

Bolloré SE	
Levier financier	19-déc.-24
Capitalisation boursière	16 559
Minoritaires au bilan (hors Vivendi)	238
Capitalisation à 100%	16 797
Position financière nette	5 659
Levier financier	(50.8)%

<sup>32</sup> Issu des calculs Fairness Finance sur l'échantillon zone euro, soit de la régression mensuelle des TRI moyens du marché considéré, découpé en quantiles de taille (cf. fiche technique Fairness Finance n°4).

<sup>33</sup> Cette fourchette basse suppose en effet la conservation par le groupe d'un matelas très significatif de trésorerie à long terme, hypothèse que nous considérons peu réaliste.

## 8.5 Lettre d'affirmation

### COMPAGNIE DU CAMBODGE

BM&A Advisory & Support  
Monsieur Pierre Béal  
11, rue de Laborde  
75008 Paris

Monsieur,

Dans le cadre de l'offre publique de retrait (ci-après l'« Offre ») portant sur les actions des sociétés Compagnie du Cambodge, (ci-après la « Société »), nous vous avons sollicités en qualité d'expert indépendant pour vous prononcer sur le caractère équitable de la rémunération proposée par l'Offre. Dans cette perspective, nous vous confirmons, sans préjudice des dispositions de l'article 223-7 du règlement général de l'AMF en ce qui concerne les intentions exprimées ci-dessous, les informations suivantes :

- 1) L'ensemble des informations et documents nous semblant nécessaire à la compréhension de l'Offre et à la formation de votre opinion vous a été communiqué. En particulier :
  - a. Les taux de détention entre les sociétés de Groupe Bolloré que nous vous avons transmis correspondent à la réalité juridique telle qu'elle existe à ce jour ;
  - b. Il n'existe aucun accord connexe aux Offres, au sens de l'article 261-1, 4° du Règlement général de l'AMF, autre que ceux qui vous ont été communiqués.
- 2) Les projections relatives aux activités industrielles de Bolloré SE (Energie, Films, Systèmes et Blue Solutions) nous paraissent reposer sur des hypothèses vraisemblables et cohérentes entre elles, et correspondent à la vision du développement de la Société et de ses filiales qu'a le management. À ce jour, le management n'a connaissance d'aucun élément susceptible de remettre en cause de manière significative ces prévisions.
- 3) La valeur de 81 m€ retenue dans vos travaux pour les activités portuaires et logistiques de Bolloré SE correspond à notre meilleure estimation à date de la valeur de cessions de ces activités.
- 4) Compte tenu des éléments disponibles à ce jour, le niveau annuel de coûts holdings normatifs de 95 m€ annuels retenu dans vos travaux pour évaluer le Groupe Bolloré nous paraît représenter un niveau récurrent réaliste.
- 5) Nous n'avons pas connaissance de risque particulier, notamment financier, commercial, technique, fiscal, social ou lié à la réglementation dans notre secteur, qui serait de nature à modifier votre



Tour Bolloré, 31-32, quai de Dion-Bouton - 92811 Puteaux Cedex - France  
T +33 1 46 96 44 33 - F +33 1 46 96 44 22 - [www.bolloré.com](http://www.bolloré.com)

COMPAGNIE DU CAMBODGE - Siège social : Tour Bolloré, 31-32, quai de Dion-Bouton - 92800 Puteaux - France - Société anonyme à Conseil de surveillance et Directoire au capital de 24 497 733,80 euros - 552 073 785 R.C.S. Nanterre - TVA FR 08 552 073 785 - [www.compagnie-du-cambodge.com](http://www.compagnie-du-cambodge.com)



appréciation de la valeur de la Société et qui n'aurait pas été pris en compte dans les comptes consolidés semestriels de Bolloré SE et Compagnie du Cambodge au 30 juin 2024, dans les comptes sociaux au 30 juin 2024 de l'intégralité des sociétés composant la liasse de consolidation du Groupe ainsi que dans l'arrêté comptable au 31 octobre 2024 de Compagnie du Cambodge que nous vous avons fourni.

- 6) Nous vous confirmons que le Groupe Bolloré n'envisage pas à ce jour de simplification notable des boucles d'auto-contrôle.
- 7) Nous vous confirmons également que l'objectif actuel du Groupe Bolloré est de réinvestir l'essentiel de la trésorerie aujourd'hui disponible chez Bolloré SE dans des actifs contribuant au développement du Groupe, sans que les modalités de ce redéploiement ne soient précisément définies aujourd'hui, et qu'un scénario de distribution d'une part significative de cette trésorerie dans les douze prochains mois à ses actionnaires n'est pas envisagé.
- 8) Nous vous confirmons enfin que les taux d'impôt sur les sociétés par entité fournis correspondent bien à ceux effectivement assumés par les sociétés en cas de versement de dividendes.
- 9) Aucune négociation n'est en cours, qu'aucune offre n'a été reçue par le management et qu'aucun mandat de recherche d'un acquéreur n'a été initié, en vue de la cession de la Société, de l'une de ses filiales directe, d'actif ou d'activité significatifs contrôlés directement par la Société.

Fait à Paris, le 16 janvier 2025,

DocuSigned by  
*Cyrille Bolloré*  
PK337E810C41D  
Cyrille Bolloré

Président du Directoire

2

# BMA

Advisory & Support

11 rue de Laborde • 75008 Paris  
+33(0)1 40 08 99 50 • [www.bma-groupe.com](http://www.bma-groupe.com)

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 €  
RCS Paris 513 273 763



COMPAGNIE DU CAMBODGE

## Addendum à notre rapport émis le 17 janvier 2025

Dans le cadre du projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Compagnie du Cambodge (ci-après « **Compagnie du Cambodge** » ou la « **Société** »), nous avons reçu des demandes de clarification et des observations de la part du régulateur et de plusieurs actionnaires minoritaires. Dans ce contexte et en complément de notre rapport d'expertise indépendante émis en date du 17 janvier 2025, nous précisons les éléments suivants.

### 1. Synthèse des remarques et observations portées à notre connaissance

Depuis la publication de notre rapport, le 17 janvier 2025, nous avons reçu 5 courriers supplémentaires d'actionnaires minoritaires.

Trois de ces courriers, envoyés par des actionnaires minoritaires que nous avons rencontrés le 6 décembre 2024, complètent des travaux d'analyse déjà portés à notre connaissance et formulent une série de remarques sur nos rapports ainsi que, pour l'un d'entre eux, une approche de valeur.

Parmi les deux courriers restants l'un, anonyme, remet en cause la valeur globale de Vivendi retenue dans notre approche de la valeur du Groupe et le second développe une analyse critique détaillée et construite de nos travaux d'évaluation.

Dans ce contexte, nous avons organisé un échange le 5 février 2025 avec l'auteur de ce dernier courrier durant lequel il a pu détailler les points saillants de ses travaux et répondre à nos questions. A la demande des parties, les représentants des services de l'AMF ainsi que le conseil de juridique de l'Initiateur étaient également présents.

Les remarques des actionnaires minoritaires peuvent se synthétiser de la manière suivante :

- **Mise en œuvre de l'approche de valeur de Bolloré SE par la somme des parties** : Plusieurs actionnaires émettent des observations sur la mise en œuvre de l'approche de valeur du Groupe par la somme des parties, notamment s'agissant des valeurs retenues pour les principales participations cotées, la prise en compte de frais de holding et les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres.
- **Transparence de nos travaux** : Certains actionnaires minoritaires déplorent que certaines données nécessaires à la compréhension des enjeux de valorisation de boucles d'autocontrôle ne soient pas indiquées explicitement dans notre rapport, et notamment les valeurs « injectées » dans le modèle à tours, les taux d'impôt sur les sociétés retenus pour le calcul des frottements fiscaux, ainsi que les résultats de cette approche en l'absence de tout frottement, frais ou fiscalité.
- **Cohérence de nos travaux** : Un actionnaire minoritaire remet en cause la validité réglementaire<sup>1</sup> de nos rapports du fait de l'absence de mise en œuvre de « tests de cohérence ».
- **Examen critique** : Plusieurs actionnaires minoritaires remettent en cause l'hypothèse d'absence de simplification des boucles d'autocontrôle sur laquelle repose nos travaux, celle-ci devant, selon eux, faire l'objet d'un « examen critique », certains considérant qu'un débouclage complet du système pourrait avoir lieu rapidement et à un coût négligeable alors que d'autres considèrent que des scénarios de débouclage partiels du système doivent être pris en compte.

---

<sup>1</sup> Au sens du §3.2.3 de recommandation AMF DOC-2006-15.

Ces remarques de fond sont complétées, notamment dans le courrier de l'actionnaire minoritaire avec lequel nous avons échangé le 5 février, par des propositions d'ajustement à la marge de certaines références de valeur<sup>2</sup> retenues pour apprécier la somme des parties de Bolloré SE.

Pour plus de clarté, nous présentons ci-dessous la liste anonymisée des actionnaires minoritaires ayant proposé un prix et/ou une approche de valeur ainsi que la date à laquelle ces éléments ont été portés à notre connaissance. Nous précisons que nous avons rencontrés ActMin2, Actmin3, ActMin5 et ActMin6 le 6 décembre 2024, ainsi qu'ActMin4 le 5 février 2025.

- ActMin1, 7 octobre 2024
- ActMin1, 3 décembre 2024
- ActMin2, 6 décembre 2024
- ActMin3, 7 janvier 2025
- Article Les Echos, 15 janvier 2025
- ActMin4, 26 janvier 2025
- ActMin5, 31 janvier 2025
- ActMin6, 7 février 2025

Nous précisons que les prix proposés par les actionnaires minoritaires s'agissant des actions Compagnie du Cambodge s'établissent dans une large fourchette comprise entre 160 et 312 €.

---

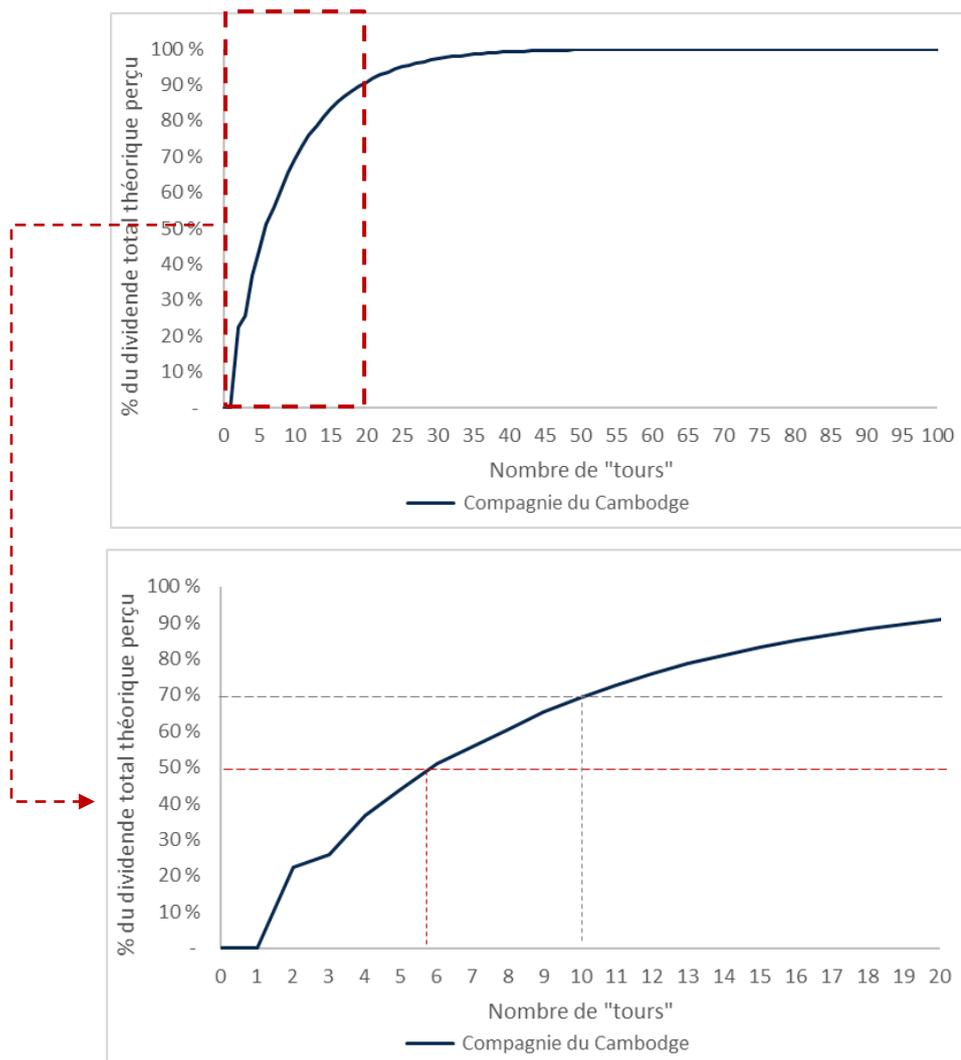
<sup>2</sup> Eléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres, valeur de certains actifs peu significatifs et frais de holdings capitalisés notamment.

## 2. Corrections apportées à notre rapport du 17 janvier 2025

Les remarques des actionnaires minoritaires nous conduisent à apporter trois corrections à nos rapports du 17 janvier 2025.

### Courbes des montants versés cumulés présentées §4.4.3.1 de nos rapports :

ActMin4 nous fait remarquer que les courbes présentées §4.4.3.1 de nos rapports sont « contre-intuitives ». Nous confirmons qu'il s'agit bien d'une question de formatage dans l'affichage de ces calculs, la partie de la courbe au-delà d'un horizon de 10 ans ayant été automatiquement linéarisée dans Excel. Dans ce contexte nous présentons ci-dessous les graphiques reformatés :



Nous précisons toutefois que le point relevé ne concernait que l'affichage des graphiques et n'impactait en rien les résultats du modèle.

### Éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur de capitaux propres de Bolloré SE :

Ce même actionnaire minoritaire remarque également que nous n'avons pas tenu compte des produits générés par le placement de la trésorerie sur le second semestre 2024 dans nos éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres de Bolloré SE. Nous confirmons cet oubli, d'un enjeu chiffré par le

management à 97m€ au 2<sup>ème</sup> semestre 2024, et corrigeons les éléments de passage présentés §8.2.2.2 de nos rapports comme suit :

Bolloré SE Eléments de passage de la VE à la VCP m€	30-juin-24		
	Bolloré SE (A)	Vivendi (B)	A - B
Dettes financières (hors IFRS 16)	(5 490)	(5 006)	(484)
Disponibilités et équivalents	7 196	1 116	6 080
Actifs de trésorerie	450	-	450
<b>Position financière nette hors IFRS 16</b>	<b>2 156</b>	<b>(3 890)</b>	<b>6 045</b>
Intérêts minoritaires	(13 842)	(13 604)	(238)
Provisions pour R&C	(1 130)	(893)	(237)
Provisions pour retraite	(307)	(283)	(24)
Engagement de rachat	(8)	-	(8)
Impôts différés	(1 715)	(1 666)	(49)
Actifs en cours de cession	(11)	(11)	(0)
<b>Autres éléments</b>	<b>(17 002)</b>	<b>(16 447)</b>	<b>(555)</b>
<b>Total au 30/06/2024</b>	<b>(14 847)</b>	<b>(20 337)</b>	<b>5 490</b>
Acquisition/cession d'actions entre le 30/06 et le 23/12	(363)		(363)
Produits du placement de la trésorerie au S2 2024	97		97
<b>Total ajusté au 23/12/2024</b>	<b>(15 113)</b>	<b>(20 337)</b>	<b>5 224</b>

Comme indiqué §8.2.2.1 de nos rapports, nous rappelons que les éléments de passage présentés ci-dessus ont été déterminés à partir des comptes consolidés de Bolloré SE. Vivendi étant consolidé en intégration globale, les éléments de passage ont dû être ajustés du contributif de cette dernière pour ne pas compter deux fois les actifs et les passifs issus de cette participation.

Il nous a été par ailleurs demandé de préciser l'approche mise en œuvre pour déterminer les montants retenus dans les « autres éléments » présentés supra. Nous détaillons ci-dessous la méthodologie retenue pour calculer les postes significatifs :

- **Intérêts minoritaires** : montant des intérêts minoritaires au bilan consolidé de Bolloré SE, ajusté des intérêts minoritaires issus de l'intégration globale de Vivendi, dans son périmètre pré-scission, cet aspect étant traité par la réintégration de la valeur réévaluée des titres Vivendi, Canal +, Havas et Louis Hachette Group dans la somme des parties.
- **Provisions pour risques et charges** : ajustement de la position financière nette des provisions au bilan consolidé, hors provisions issues de l'intégration globale de Vivendi.
- **Provisions pour engagements de retraite** : cf. provisions pour risques et charges, montant ajusté pour tenir compte de l'économie fiscale future.
- **Impôts différés** : actifs et passifs d'impôts différés comptabilisés au bilan consolidé de Bolloré SE, ajustés du montant issu de l'intégration globale de Vivendi. Ce montant prend en compte la part des déficits reportables activée par le groupe.
- **Acquisitions d'action entre le 30 juin et 23 décembre 2024** : décaissements/encaissements induits par les acquisitions et cessions d'actions sur la période (Rubis, UMG, Nacon, Bolloré SE et Socfin), les titres acquis/cédés ayant été pris en compte dans la somme des parties.
- **Produits du placement de la trésorerie** : revenus induits par le placement de la trésorerie du groupe entre le 30 juin 2024 et le 23 décembre 2024 (source : management).

Nous précisons également que les lignes intitulées « Position financière nette hors IFRS 16 », « Autres éléments » et les ajustement post 30 juin 2024 correspondent au détail du calcul des totaux affichés dans la somme des parties détaillée §8.2.2.8 de nos rapports et §4 du présent Addendum.

**Economie de frais de cotation :**

Il nous a été fait remarquer que les offres publiques de retrait s’inscrivent dans le cadre de mesures de rationalisation et de simplification des structures du Groupe Bolloré visant à réduire ses coûts de gestion administrative et fonctionnelle, et que le succès de celles-ci entrainerait par conséquent des économies de charge au bénéfice de l’Initiateur. Ces économies de charge sont estimées par le management à 2 m€ annuels.

Bien que la prise en compte d’une telle économie puisse faire débat, celle-ci n’apparaissant qu’en cas de succès de l’Offre alors que les coûts certains induits par celle-ci ne sont pas pris en compte, nous avons ajusté le montant des frais de holding pris en compte dans la somme des parties de cette économie.

**3. Sur la mise en œuvre de l’approche de valeur par la somme des parties**

Plusieurs actionnaires minoritaires considèrent que l’approche de valeur par la somme des parties que nous avons mise en œuvre comporte des biais à leur détriment.

**Moyennes de cours retenues pour déterminer la valeur post-scission de Vivendi :**

Dans un courrier anonyme envoyé le 27 janvier 2025, un actionnaire minoritaire relève de « *graves manquements méthodologiques dans l’évaluation des actifs de Vivendi et des entités issues de sa scission, tels que Canal+, Havas, et Louis Hachette* » au motif que nous avons retenu des moyennes 20 jours de cours de bourse qui « *s’appuient en réalité sur une période de six jours de cotation exceptionnelle* » et que « *En recourant à une "distorsion délibéré méthodologique des moyennes boursières", où des cours calculés sur une période de six jours de cotation biaisée sont présentés comme des moyennes sur vingt jours, l’expert dissimule des biais contextuels graves et aboutit à une sous-évaluation significative et manifeste des actifs, gravement préjudiciable aux actionnaires minoritaires.* »

Sur ce point nous rappellerons que nos rapports indiquent clairement §8.2.2.7 que « *nous avons réévalué les titres détenus par le Groupe Bolloré en fonction de leur cours de bourse moyen sur 20 jours, arrêté au 23 décembre 2024.* ». Dans le cas de Canal +, Havas et Louis Hachette Group, introduites en bourse le 13 décembre 2024, il n’était donc pas possible de calculer une moyenne 20 jours.

Si les « *biais contextuels graves* » évoqués par l’actionnaire minoritaire existent, nous constatons qu’ils persistent depuis le 23 décembre dernier :

Capitalisation boursière	13/12/2024	18/02/2025	Variation
Vivendi	8 857	2 833	
Canal+	-	2 250	
Havas	-	1 553	
Louis Hachette Group	-	1 360	
<b>Total</b>	<b>8 857</b>	<b>7 996</b>	<b>(9.7)%</b>

De la même façon, les développements sur l’annulation d’une décote de conglomérat au niveau de Vivendi évoquée par de nombreux actionnaires minoritaires semblent contredits par la réalité. Nous évoquions déjà le rationnel sous-tendant cet état de fait §6.2.5.2 de nos rapports : « *En effet si la scission du conglomérat permet bien aux actionnaires de se « rapprocher » des actifs qui génèrent la valeur, de diminuer les frais et les risques induits par la détention indirecte et d’améliorer l’efficacité du cours de l’action, elle augmente aussi significativement le risque qu’ils assument du fait de la moindre diversification des actifs qu’ils détiennent.* »

Enfin, il nous a été fait remarquer que le cours post scission de Vivendi extériorisait une décote significative par rapport à la valeur des titres cotés détenus. Nous rappellerons à ce titre que les experts étant intervenus dans le cadre d’offres publiques au sein de la galaxie Bolloré (retrait de la cote de PTR et OPAS Bolloré SE) retiennent à titre principal le cours de bourse dans leurs calculs d’ANR/somme des parties.

**Pertinence des cours de bourse et absence de prise en compte d'objectifs de cours dans l'approche par la somme des parties :**

Certains actionnaires minoritaires nous reprochent de ne pas avoir tenu compte des objectifs de cours dans l'appréciation de la valeur de Bolloré SE par la méthode de la somme des parties et/ou de ne pas avoir mené de travaux d'évaluation dédiés. ActMin6 cite les travaux que nous avons réalisés en juin 2024 dans le cadre de l'OPAS IDSUD, où nous avons présenté en fourchette haute un plus haut 12 mois ainsi que les objectifs de cours des analystes pour en conclure que « (...) la valorisation finit par être supérieure à la simple prise en compte du cours de l'action » et s'étonne qu'une telle approche ne soit pas prise en compte dans nos travaux.

En préambule, nous rappellerons que les §4.5.1 et §8.2.2.7 de nos rapports montrent que le marché du titre des principales participations détenues par Bolloré SE (UMG d'une part, et Vivendi, Canal +, Havas et Louis Hachette Group d'autre part) offre des niveaux de liquidité satisfaisants pour valider la pertinence du cours de bourse en tant que référence de valeur. Dans ce contexte, la remise en cause de cette référence est un exercice délicat, d'autant qu'au cas d'espèce, les actionnaires minoritaires ne bénéficient que d'une détention très indirecte des titres considérés, impliquant des délais significatifs entre la perception d'un flux de trésorerie au niveau Bolloré SE et sa traduction sous la forme de dividendes versés par les sociétés évaluées.

Nous relevons également qu'une approche identique avait été mise en œuvre par l'expert lors de l'OPAS de 2023 s'agissant de Vivendi et d'UMG (« (...) les objectifs de cours des analystes ont été retenus à titre d'information. » et « Compte tenu de la liquidité du titre et du suivi actif effectué par les analystes, nous n'avons pas mis en œuvre de méthode intrinsèque (DCF ou ANR) sur la base de consensus de marché, ni de multiples de marché, méthodes qui n'auraient pas apporté d'information supplémentaire par rapport aux objectifs de cours des analystes. »).

D'un point de vue méthodologique, il convient de ne pas omettre que les objectifs de cours des analystes sont des objectifs à 12 mois et que le biais optimiste des analystes « sell-side » est largement documenté dans la littérature académique. Nous rappellerons par ailleurs que les objectifs de cours de analystes ont bien été pris en compte dans nos analyses mais à un niveau approprié selon nous, soit celui du cours de Bolloré SE dans notre approche « ANR 1 ».

Enfin, l'approche d'évaluation que nous avons mise en œuvre pour l'OPRA et l'OPAS IDSUD est identique à celle retenue au cas présent, l'ANR de la société ayant été déterminé en valorisant les titres Française des Jeux à partir d'une moyenne 20 jours de leur cours de bourse.

**Éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres :**

ActMin4 constate un écart d'environ 1 md€ entre son estimation de la valeur du groupe Bolloré (18,3 md€) et le montant présenté §8.2.2.8 de nos rapports (17,3 md€ avant prise en compte des frais de holding, montant corrigé à 17,4 md€ supra). Il explique cette différence qu'il qualifie lui-même de peu significative (5%) par la prise en compte d'éléments complémentaires : les intérêts générés par la trésorerie du groupe au S2 2024 (+90 m€), la valeur réelle, selon lui, de l'immobilier (+400 m€), l'annulation d'un passif technique lié à Sorebol (+160 m€) et la prise en compte d'une économie potentielle d'impôt par imputation du stock de déficits reportables du groupe (+256 m€).

Nous avons analysé les observations d'ActMin4. Ainsi :

- s'agissant des intérêts générés par la trésorerie au second semestre, nous rejoignons ActMin4 sur la prise en compte de ce poste que nous avons corrigée dans les calculs supra ;
- s'agissant de la valeur de l'immobilier, les écarts entre le montant retenu par ActMin4 et celui retenu dans nos travaux sont essentiellement justifiés par la prise en compte par ActMin4 d'une valeur réévaluée pour les deux tours de bureaux détenues par le Groupe là où nous avons considéré que ces actifs étaient exploités par le Groupe et donc valorisés indirectement à travers les loyers économisés par celui-ci ; par ailleurs, ActMin4 nous a indiqué que la valeur du Cinéma Mac Mahon avait été omise : nous

confirmons que la société exploitant cet actif, qui ne réalise pas de bénéfices, n'est pas consolidée dans les comptes de Bolloré SE au 30 juin 2024 et que le Groupe n'en possède pas les murs ;

- s'agissant du passif technique lié à Sorebol, le management nous a confirmé que ce passif est annulé en consolidation ;
- s'agissant de l'économie potentielle d'impôt induite par l'imputation du stock de déficits reportables du Groupe, la partie activée dans les comptes de Bolloré SE à la suite de cessions récentes (53 m€ sur les 256 m€ évoqués par ActMin4) a été prise en compte dans nos travaux. Pour le reliquat, son imputation dans le contexte d'une société holding structurellement déficitaire reste hypothétique, seule une cession d'actifs importante pouvant éventuellement permettre leur imputation. La date à laquelle cette cession surviendrait et le régime fiscal applicable sont des inconnues. Les principaux actifs résiduels détenus par Bolloré SE étant des titres de participations, il est probable que le taux d'impôt sur les plus-values applicable soit limité à 12 % du taux de droit commun de 25% augmenté de la contribution sociale de 3,3%, soit 3,1 %. Dans ce cas de figure, l'économie fiscale résultante serait négligeable (de l'ordre de 25 m€<sup>3</sup>). Ce taux ne tient pas compte de la Contribution exceptionnelle des grandes entreprises applicable au titre des résultats 2025, de 20,6% ou 41,2% selon des seuils de chiffre d'affaires, telle qu'adoptée dans la loi de finances pour 2025 le 6 février 2025.

#### **Capitalisation des frais de holding :**

ActMin4 exprime son désaccord s'agissant de la soustraction des frais de holding capitalisés pour deux raisons qu'il qualifie d'évidentes. Certains frais seraient artificiels (loyers payés par le Groupe à ses filiales pour l'utilisation d'actifs) et les autres correspondraient au coût d'une gestion « active », créatrice de valeur pour le groupe, qui n'aurait pas été prise en compte dans la somme des parties.

S'agissant du caractère artificiel, ces frais concernent :

- les coûts immobiliers qui ne sont pas des loyers mais les frais d'entretien des immeubles d'exploitation ; et
- les coûts liés à l'utilisation de la flotte aérienne (deux avions) pour laquelle nous avons intégré la valeur de marché des appareils dans nos travaux.

S'agissant de la référence au coût d'une gestion « active » créatrice de valeur, nous considérons que ces coûts sont liés à la gestion administrative d'un groupe congloméral et que les montants retenus sont cohérents avec ceux pris en compte par l'expert dans l'offre visant Fimalac en 2017 (cf. §6.2.5.1 du rapport du 17 janvier 2025).

Sur le même thème, ActMin6 indique dans son courrier du 7 février 2025 qu'il considère le montant total de frais capitalisés comme excessif, ce montant correspondant à 13,7 années de frais. Il précise qu'il utilise habituellement pour sa part des montants compris dans une fourchette de 8 à 10 ans de frais annuels. Il considère parallèlement que ces coûts sont dimensionnés pour un périmètre intégrant la logistique, les ports et les concessions, qui ont été vendus depuis.

Sur le premier point nous précisons que le montant total capitalisé a été déterminé en retenant un taux d'actualisation « Groupe » de 7,5 %, identique à celui appliqué dans le modèle à tours. Aboutir à un résultat dans la fourchette proposée nécessiterait de considérer que nous avons sous-évalué le niveau d'incertitude pris en compte dans ce paramètre et de porter le taux d'actualisation applicable au groupe à un niveau de 10 %, ce qui aurait un impact global négatif de 10 % sur la valeur des actions évaluées.

---

<sup>3</sup> Compte-tenu de l'application du régime mère fille dans un groupe d'intégration fiscale, ce montant tend vers 0 si nous considérons une remontée de valeur par la seule perception de dividendes.

S'agissant du second point, le management nous a affirmé que le niveau 95 m€ annuel était un niveau qu'il estime récurrent.

#### **Autres actifs à la VNC :**

Il nous a également été demandé de préciser le détail de la ligne « Autres actifs à la VNC » de la somme des parties retenue pour 258 m€ et d'indiquer pourquoi ces actifs n'avaient pas été réévalués.

Cette ligne est composée de participations non cotées résiduelles, d'actifs agricoles, de vignobles, de la valeur résiduelle des avions détenus par le Groupe et d'actifs immobiliers hors exploitation (cf. développements sur les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres supra).

Nous avons retenu des valeurs nettes comptable pour ces actifs résiduels compte tenu de l'absence d'évaluation récente disponible (à l'exception d'un actif représentant moins de 10 % du total évalué en 2023 à niveau proche de la valeur nette comptable) et de leur faible poids dans la valeur globale. S'agissant des actifs immobiliers, nous constatons toutefois que les valeurs vénales plus anciennes qui nous ont été fournies sont globalement en ligne avec les valeurs comptables.

#### **4. Sur la transparence de nos travaux**

Comme indiqué supra, certains actionnaires minoritaires déplorent que certains résultats intermédiaires et hypothèses ne soient pas indiqués explicitement dans nos rapports. Nous complétons donc infra nos rapports avec ces résultats.

#### **Valeurs « injectées » dans le modèle à tours :**

Il nous a été fait remarquer que le tableau présenté §8.2.2.8 ne permettait pas de reconstituer les valeurs « injectées » dans le modèle à tours. Nous confirmons ce point, l'objectif initial de ce tableau étant de déterminer la valeur de l'ANR du Groupe dans son ensemble, tel qu'il peut être estimé à partir des comptes consolidés de Bolloré SE.

Nous convenons également que les retraitements apportés à la valeur « consolidée » de Bolloré SE pour la retraiter d'éléments déjà « injectés » à d'autres niveaux du système<sup>4</sup> n'étaient pas présentés de manière explicite dans notre rapport.

Nous rappelons toutefois et en réponse à certains commentaires :

- que les principaux ajustements étaient bien présentés dans nos rapports, l'impact des frais de holding étant indiqué et leur calcul détaillé §8.2.2.9 de nos rapports et les ajustements apportés à la position financière nette étant également présentés et leur calcul détaillé §8.2.2.2. ;
- la méthodologie mise en œuvre pour déterminer la valeur du Groupe par la somme des parties est détaillée §8.2.2.1 de nos rapports ;
- que si l'ajustement appliqué au titre de l'horizon de liquidation des actifs n'était pas indiqué dans la somme des parties, des analyses de sensibilités spécifiques sont développées §4.4.3.5 de nos rapports qui donnent directement l'impact sur la valeur de l'action évaluée de cette hypothèse et, de ce fait, donnent l'horizon retenu en valeur centrale (12 mois), une note sous le tableau précisant les montants impactés (« éventuelle décote de placement et l'horizon de cession des actifs n'ont pas été pris en compte pour ce qui est du cash disponible chez Bolloré SE, supposé distribué immédiatement à sa valeur

---

<sup>4</sup> Comme les titres Rubis détenus par PTR ou la position financière nette des holdings de boucles en intégration globale, pris en compte dans les 1,7 md€ « injectés » à d'autres niveaux de la galaxie Bolloré.

faciale »). Pour plus de clarté, nous précisons que le montant à partir duquel est calculé cet ajustement correspond à la ligne « valeur d'entreprise » dans le tableau présenté infra.

Nous présentons donc ci-après un tableau complété d'un « bridge » exhaustif.

Bolloré SE (hors boucles) SOTP m€	% Détenion par transparence	Cours de référence	Somme des parties	% Détenion direct	SOTP "Propre" BSE
<b>Activités propres</b>			<b>1 083</b>		<b>1 083</b>
<b>Participations dans des sociétés cotées</b>			<b>10 832</b>		<b>10 547</b>
Vivendi	29.3 %	2.3€	700	29.3 %	700
Canal+	30.4 %	2.6€	790	30.4 %	790
Havas	30.4 %	1.7€	519	30.4 %	519
Louis Hachette Group	30.4 %	1.4€	414	30.4 %	414
UMG	18.5 %	23.7€	8 013	18.5 %	8 013
Rubis	6.0 %	22.8€	140	-	-
Bigben	20.8 %	1.4€	6	-	-
Socfin	34.7 %	32.0€	157	11.8 %	53
SocfinAsia	22.3 %	15.9€	69	17.1 %	53
SocfinAF	8.6 %	12.2€	19	0.5 %	1
Vallourec	0.1 %	16.7€	2	0.1 %	2
Nacon	3.2 %	0.5€	2	-	-
UniCredit	0.0 %	37.6€	0	-	-
Metaguest	8.6 %	0.1€	1	8.6 %	1
<b>Autres actifs à la VNC</b>			<b>258</b>		<b>258</b>
Participations non cotées résiduelles	n.a.	n.a.	16		16
Actifs agricoles	n.a.	n.a.	40		40
Vignobles	n.a.	n.a.	27		27
Actifs immobiliers	n.a.	n.a.	175		175
<b>Valeur d'entreprise</b>			<b>12 173</b>		<b>11 888</b>
Position financière nette			6 045		6 045
Autres éléments de passage			(555)		(555)
Ajustements post 30/06/2024			(266)		(266)
Ajustement de la trésorerie nette des holding de boucle intégrées <sup>(1)</sup>			-		(64)
<b>Valeur des capitaux propres (hors boucles d'auto-détention)</b>			<b>17 397</b>		<b>17 049</b>
Frais de holding capitalisés			(1 271)		(1 271)
<b>Valeur des capitaux propres (nette des frais de holding)</b>			<b>16 126</b>		<b>15 777</b>
Prise en compte d'un horizon de liquidation de 12 mois					(833)
<b>Montant distribué par BSE dans le modèle à tours</b>					<b>14 944</b>
<b>Montant total distribué par les autres sociétés holding dans le modèle à tours<sup>(2)</sup></b>					<b>1 705</b>
<b>Total des montants distribués</b>					<b>16 649</b>
Capitalisation boursière BSE au 23 décembre 2024 <sup>(3)</sup>			16 559		16 559

(1) prise en compte, avec le reste de l'actif net comptable, dans les 1,7 md€ d'euros injectés à d'autres niveaux du système.

(2) y compris valeur des titres détenus par transparence par BSE ainsi que la trésorerie nette des holdings ajustée plus haut.

(3) ajustée de l'autocontrôle direct.

**NB :** Nous confirmons par ailleurs que l'actif net réévalué « propre » des sociétés holding non consolidées au sein de Bolloré SE est bien pris en compte dans le total de 1,7 md€ « injectés » aux autres niveaux du système. Ces 1,7 md€ d'euros sont constitués par la somme des ANR « propres » des 22 autres sociétés prises en compte dans l'analyse excluant donc les titres de boucles autocontrôle dont la valeur est appréciée dans un second temps. L'essentiel des montants positifs sont portés par Compagnie du Cambodge (795 m€), SIF Artois (749 m€) et Plantations des Terres Rouges (669 m€). L'ANR « propre » de quelques sociétés holding ressort négatif (Compagnie de l'Odet pour -256 m€, Financière d'Audierne pour -219 m€ par exemple), mais pour des montants moins significatifs.

#### Valeur des montants perçus dans le modèle à tours, avant prise en compte de l'effet de l'éloignement et de la fiscalité :

Certains actionnaires minoritaires regrettent que le montant total des montants potentiellement perçus dans le modèle à tours ne soit pas indiqué dans nos rapports. Bien qu'une indication relative soit indiquée §6.2.9 (« (...) nous constatons que les résultats proposés ressortent du même ordre de grandeur que ceux auxquels nous serions

arrivés si nous avons négligé l'intégralité des frais, délais et risques dans le modèle « à tours »), le montant exact n'est effectivement pas indiqué de nos rapports. Le tableau présenté ci-après, qui reprend la présentation du §4.4.3.4 de nos rapports, a été complété pour préciser ce montant maximal théorique.

CC - Elément composant l'ANR	% de dét.	Valeur (m€)
<b>Sous-total Groupe</b>	<b>A</b>	-
Socfin	12%	56
Socfinasia	5%	16
Socfinaf	7%	15
IER	48%	38
<b>Sous-total Hors Groupe</b>	<b>B</b>	<b>125</b>
Autres actifs à la VNC	C	10
<b>Total actifs financiers</b>	<b>D = A+B+C</b>	<b>134</b>
Autres actifs (créances, trésorerie)	E	667
Autres passifs (provisions, dettes financières)	F	(5)
Impositions des plus-values "propres"	G	-
<b>Actif net réévalué "propre"</b>	<b>D+E+F+G</b>	<b>795</b>
Nombre d'actions composant le capital (en mTitres)		60.71
<b>Valeur par action (€) "propre"</b>	<b>H</b>	<b>13.1 €</b>
<b>Dividendes par action théoriques cumulés<sup>(1)</sup></b>	<b>I</b>	<b>225.2 €</b>
<b>Total avant prise en compte de l'éloignement</b>	<b>H+I</b>	<b>238.3 €</b>
<b>Effet de l'éloignement et de la fiscalité</b>	<b>J</b>	<b>(127.3)</b>
<b>Valeur par action (€) totale</b>	<b>H+I+J</b>	<b>111.0 €</b>

(1) pour 100 tours, avant prise en compte de l'effet de l'éloignement et de la fiscalité

**NB** : le point développé §6.2.9 de nos rapports est confirmé dans les dernières approches de valeur réalisées par les actionnaires minoritaires, ActMin4 aboutissant à un prix de 240 € par action Compagnie du Cambodge là où ActMin5 conclu sur un prix de 227 €.

#### Taux d'impôt sur les sociétés retenus dans le modèle à tours (ANR 2) :

Comme indiqué §4.4.3.1 de nos rapports<sup>5</sup>, le modèle à tours utilise une matrice de taux d'imposition tenant compte de la situation fiscale individuelle de chacune de lignes de titres permettant aux sociétés de la « galaxie » de percevoir des montants assimilés à des dividendes. Les taux retenus peuvent se regrouper en plusieurs catégories :

- L'imposition des dividendes issus de titres de participations pour des sociétés faisant partie du groupe d'intégration fiscale : dans ce cas, le taux applicable correspond à une quote-part de 1 % du taux de droit commun, soit 0,3 % du dividende.
- L'imposition des dividendes issus de titres de participations pour des sociétés ne faisant pas partie du groupe d'intégration fiscale : dans ce cas, le taux applicable correspond à une quote-part de 5 % du taux de droit commun, soit 1,3 % du dividende.
- Certaines lignes de titres de participations ne pouvant bénéficier d'aucun de ces deux régimes, leurs dividendes sont taxés au taux de droit commun (25,83 % après contribution sociale).
- Enfin, un certain nombre des sociétés concernées étant localisées à l'étranger, c'est dans ce cas le taux local qui s'applique. Ceux-ci ressortent dans une fourchette comprise entre 0 % et 25 %.

Pour rappel, le taux d'imposition des plus-values long terme correspond à une quote-part de 12 % du taux de droit commun (soit 3,1 %). La modélisation mise en œuvre ne tient pas compte de la contribution exceptionnelle à l'impôt sur les sociétés des grandes entreprises applicable au titre de 2025 telle que votée dans la Loi de Finances pour 2025 le 6 février 2025 (cf. ci-dessus).

<sup>5</sup> « (...) matrice de taux d'imposition des dividendes perçus par chacune des 23 sociétés considérées selon son statut fiscal (société française ou étrangère, application du régime mère fille, au sein d'un groupe d'intégration fiscale ou non, ...) (...) »

## 5. Sur la cohérence des méthodes et des résultats

ActMin4 remet en cause la cohérence de nos travaux à deux principaux niveaux :

- Il considère qu'aucun test de cohérence des résultats obtenus avec la valeur du Groupe Bolloré n'a été effectué car s'il l'avait été, l'incohérence entre les valeurs proposées et la valeur du Groupe dans son ensemble aurait été remarquée ;
- Il considère que le taux d'actualisation retenu pour mettre en œuvre le modèle « à tours » est totalement inadéquat pour un scénario de liquidation du groupe.

### Test de cohérence appliqué par l'actionnaire minoritaire à l'ANR 1 BM&A :

L'approche que nous qualifions d'ANR 1 a consisté à constituer un modèle itératif (cf. annexe du présent Addendum) de la valeur de l'intégralité des sociétés parties prenantes aux boucles d'autocontrôle en retenant l'hypothèse que le cours de bourse de Bolloré SE intègre une valeur de marché des boucles d'autocontrôle, hypothèse qui ne peut être ni infirmée, ni confirmée.

Pour contester cette approche, ActMin4 reconstitue la valeur à 100 % du Groupe en additionnant la valeur par transparence des flottants relevés au sein de Bolloré SE, Compagnie de l'Odet, Financière Moncey, SIF Artois, Compagnie du Cambodge, et Forestière Equatoriale à partir d'une valeur de l'action Bolloré SE de 5,83 €. Cette approche le conduit à un total de 6,7 md€, éloigné de l'ANR du groupe qu'il estime à 18 md€.

Nous avons revu les calculs fournis par l'actionnaire minoritaire et considérons qu'en dehors d'écarts peu significatifs sur les pourcentages de détention et les valeurs par transparence retenues, la méthode est pertinente sur le plan mathématique, les boucles d'autodétention n'ayant de valeur que pour des personnes physiques ou morales n'étant pas elles-mêmes parties aux boucles (cf. démonstration présentée en annexe du présent Addendum).

Même si l'approche est valide d'un point de vue mathématique, elle ne permet que la vérification de la mécanique du modèle itératif mis en œuvre. En effet, la « cohérence » testée ici correspond à une vérification de l'identité entre une valeur cumulée du flottant, et donc de l'intégralité du patrimoine de personnes physiques et morales n'étant pas parties aux boucles d'autocontrôle, et celle de l'ANR du groupe appréhendé au niveau de Bolloré SE, donc sans prise en compte d'aucun effet d'éloignement ou de fiscalité induit par le fait que les titres évalués ne sont pas ceux de Bolloré SE. Cette approche, comme celles déjà mises en œuvre par d'autres actionnaires minoritaires précédemment, n'a de sens économique que si l'on retient une hypothèse de débouclage intégral et instantané de la galaxie Bolloré.

L'ANR 1 que nous avons mis en œuvre cherchant à capter l'opinion du marché quant à l'impact général des boucles d'autocontrôle sur la valeur, il est normal que les résultats obtenus ne convergent pas avec l'ANR de Bolloré SE. Ce point est détaillé dans le §4.4.2.8 de nos rapports.

Nous relevons également que l'actionnaire minoritaire relègue la fourchette haute de notre ANR 1 en note de bas de page, celui-ci considérant que la prime de 25 % ajoutée au cours de bourse ne suffit pas à assurer la cohérence du calcul. Nous remarquons pour notre part que les calculs de l'actionnaire minoritaire nécessitent l'ajout d'une prime de contrôle de 172 % pour valider son test de cohérence. Une prime d'un tel niveau apparaît inhabituelle et sa « cohérence » avec les niveaux usuellement pratiqués reste à démontrer.

### Observations sur l'actualisation des montants perçus dans le modèle à tours (ANR 2) :

En premier lieu, s'agissant de la cohérence d'ensemble, nous relevons que nos résultats avant effet de l'éloignement et de la fiscalité convergent avec ceux issus des travaux d'ActMin4 et ActMin5.

ActMin4 relève plusieurs « failles » méthodologiques dans la mise en œuvre du modèle à tours (ANR 2). Le caractère inefficace d'une distribution de dividendes sur longue période induite par la structure de détention actuelle étant traitée §6 infra, nous nous concentrerons ici sur le taux d'actualisation que nous avons appliqué aux montants perçus.

La thèse de l'actionnaire minoritaire est qu'en cas de liquidation du groupe et de distribution de la trésorerie ainsi collectée au sein du système de boucles d'autocontrôle, le taux applicable serait au maximum égal au taux sans risque. De surcroît, il considère que la trésorerie ainsi générée serait placée et générerait des revenus, ce qui réduirait le taux induit à l'effet de la fiscalité sur ces derniers, soit 0,8 %.

Comme nous le signalons §4.4.3.3 de nos rapports, le modèle mis en œuvre est une généralisation d'un modèle de distribution classique qui « (...) suppose une approche « liquidative » théorique de la valeur de Bolloré SE qui implique des délais et des coûts très significatifs de mise en œuvre et de transactions, dont nous n'avons pas tenu compte (...) ». Le raccourci auquel se livre l'actionnaire minoritaire consistant à considérer une transformation instantanée de l'intégralité de la valeur du groupe en cash sans risque représente donc, selon nous, un scénario théorique irréaliste.

Comme indiqué §4.4.2.7 de nos rapports, l'approche ANR 1 que nous avons mise en œuvre permet d'estimer ce que serait la valeur de l'action Compagnie du Cambodge dans l'hypothèse où le marché valoriserait l'action Bolloré SE à sa « pleine valeur », soit en tenant compte des boucles d'autocontrôle. La validité de cette hypothèse ne pouvant être ni vérifiée ni invalidée, nous avons mis œuvre le modèle à tours de manière à modéliser l'effet de l'éloignement et de la fiscalité sur la valeur des actions évaluées. Pour ce faire, nous avons testé la cohérence de la modélisation et des hypothèses retenues en comparant la valeur de l'action Bolloré SE résultant de l'application du modèle, soit 9,2 € par action après frottements fiscaux ou 9,7 € avant frottements fiscaux, à d'autres références de « pleine valeur » de l'action Bolloré :

- Les capitaux propres part du groupe par action publiés dans les comptes consolidés de Bolloré SE à fin juin 2024 ressortent également à 9,2 € par action. Pour rappel, cet actif net comptable tient compte d'une évaluation de la juste valeur à date des boucles d'autocontrôle selon une méthodologie mise au point par un expert indépendant en 2014 et visée par les commissaires aux comptes de la société.
- De la même façon, les travaux d'expertise indépendante réalisés dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée d'avril 2023 concluait à une « pleine valeur » de l'action Bolloré SE comprise entre 7,9 € (comptes consolidés) et 9,3 € (ANR). Cette fourchette pourrait ressortir aujourd'hui comprise entre 9,0 € et 10,5 €<sup>6</sup> si nous la décalons de la variation du cours de bourse entre 2023 et aujourd'hui.
- Le §4.4.2.4 de nos rapports présente les objectifs de cours des analystes financiers pour le titre Bolloré SE. Au 23 décembre 2024 ceux-ci ressortaient en moyenne à 6,5 €<sup>7</sup> soit un niveau très inférieur à la valeur issue de notre modèle à tours. Ces objectifs de cours tiennent toutefois compte de décotes de holding forfaitaires. Les ANR par action estimés par les analystes financiers, après prise en compte de la valeur des boucles d'autocontrôle et avant toute décote sont résumés infra et ressortent en moyenne à 9,6 €<sup>8</sup>, soit un niveau très proche de la valeur issue de notre modèle à tours, après actualisation des montants perçus mais avant prise en compte de la fiscalité (9,7 €).

---

<sup>6</sup> Les calculs réalisés par l'expert visant à comparer la décote induite par le prix d'Offre à une décote de holding usuelle, ils ne tiennent pas compte de l'effet de la fiscalité, supposé déjà pris en compte dans la décote de holding. Les fourchettes estimées par l'expert devraient donc plutôt se comparer à la valeur par action de Bolloré SE ressortant de notre modèle à tours avant toute fiscalité, soit 9,7 €.

<sup>7</sup> Objectif de cours moyen ayant peu évolué depuis, celui-ci ressortant à 6,43 € à la date de rédaction du présent Addendum.

<sup>8</sup> Là aussi, les analystes financiers tenant compte d'une décote de holding forfaitaire, aucun frottement fiscal n'est appliqué dans leur calcul pour ne pas prendre le risque de tenir compte deux fois de cet effet.

ANR brut par action des analystes financiers		
Analyste	Date	ANR en € par action
AlphaValue	31/07/2024	4.0
ESN/CIC	21/11/2024	9.4
Oddo BHF	31/07/2024	n.a.
Kepler Chevreux	25/10/2024	9.8
<b>Moyenne hors AlphaValue</b>		<b>9.6</b>

Dans ce contexte, nous considérons que les hypothèses que nous avons retenues pour la mise en œuvre du modèle à tours aboutissent à une valeur économique consensuelle de l'action Bolloré SE et donc, par transparence, des actions Compagnie du Cambodge.

#### Autres remarques concernant la cohérence de nos travaux :

ActMin3 s'étonne que les §4.4.2 et 4.4.3 de nos rapports indiquent un périmètre de modélisation de 23 sociétés alors que l'organigramme du §3.2.5 ne liste que 20 sociétés. Nous rappellerons ici simplement le texte présenté sous l'organigramme qui indique que « *Pour plus de lisibilité, cette présentation a été simplifiée ; ainsi plusieurs boucles d'autodétention intermédiaires n'y apparaissent pas mais sont traitées dans les travaux d'évaluation développés §4| infra.* »

ActMin6 considère que le taux d'actualisation de 7,5 % appliqué est « *excessivement élevé* » compte tenu de la qualité des actifs détenus et de la gestion du Groupe. Le détail de la méthode d'estimation de la fourchette de taux d'actualisation est présenté §8.4 de nos rapports et nous précisons que cette fourchette a été déterminée à partir d'observations propres au titre Bolloré SE. Nos calculs aboutissent effectivement à un taux de 7,5 % inférieur à celui d'une société *large cap* « moyenne », qui nous estimions à 8,0 % à fin novembre 2024.

Il nous a également été demandé d'exprimer la valeur des titres de boucles d'autocontrôle détenus par Compagnie du Cambodge en pourcentage de la valeur du « sous-jacent », à savoir de la valeur retenue pour le « Groupe ». Nous présentons donc les pourcentages demandés infra à titre purement illustratif :

- Dans le cas de l'ANR 1, ce calcul est relativement aisé à réaliser, la valeur du « Groupe » ayant été fixée à une fourchette comprise entre la capitalisation boursière de Bolloré SE (16,6 md€) et cette capitalisation boursière augmentée d'une prime de contrôle de 25 % (20,7 md€). Dans ce cas de figure la valeur des intérêts détenus par la Société dans le Groupe représenterait entre 32 % et 33 % de la valeur de celui-ci.
- Le même calcul appliqué à l'ANR 2 montre les limites de l'exercice. En effet, il aboutit à un résultat de 35,7 % de l'ANR total injecté dans le modèle « à tours » si nous tenons compte de l'effet de l'éloignement et de la fiscalité, cohérent avec les montants relevés supra. Le même calcul réalisé sur une valeur avant prise en compte de l'éloignement aboutirait toutefois à la conclusion que les actionnaires de Compagnie du Cambodge détiennent 77 % de la valeur du Groupe. Cette conclusion est absurde si nous considérons que près de 30 % du capital de Bolloré SE est détenu directement par des actionnaires extérieurs au Groupe et que la somme des quotes-parts de valeur détenues par les seules trois sociétés visées par des OPR représenterait dans ce cas 137 % de la valeur du groupe.

## 6. Sur la simplification des boucles d'autocontrôle

Comme indiqué §4.2.3 de nos rapports « (...) nous considérons que le sujet de l'évaluation des boucles d'autodétention constitue le point central de l'appréciation de l'équité du prix offert. ». L'effet d'éloignement et les frottements fiscaux induit par la structure juridique de la galaxie Bolloré justifient les écarts très significatifs

observés entre les valeurs issues d’approches théoriques, comme celles mises en œuvre par les actionnaires minoritaires, et les références de valeur issues de transactions ou d’expertises indépendantes.

L’hypothèse d’absence de simplification notable des boucles d’autocontrôle sur laquelle repose les résultats de nos travaux est toutefois remise en cause par certains actionnaires minoritaires :

- ActMin4 considère dans sa note du 26 janvier 2026 que la simplification du groupe par fusions « *ne prendrait que quelques mois* », qu’elle est «  *faisable à tout instant, sans impact stratégique car Sofibol a été convertie en société en commandite (...)* » et qu’elle « *(...) ne coûterait que quelques millions d’euros (...)* ». ActMin4 tempère toutefois ses affirmations quant à l’impact stratégique sur le débouclage du système du fait du statut de commandite de Sofibol dans un courriel envoyé le 6 février 2025 et propose deux scénarios, le premier aboutissant à un débouclage partiel du système et le second un débouclage complet après une transformation de Bolloré SE en commandite<sup>9</sup> ;
- ActMin5 s’étonne que l’impact de simplifications partielles n’ait pas été étudié de façon claire et demande le chiffrage de l’impact sur la valeur d’un scénario de fusion de « *Socarfi-Artois-Cambodge-Socfrance-SBA-Moncey* » ainsi que de « *Sofibol-Omnium-Financière V* », fusions dont il estime le coût à « *quelques k€* ». Il précise par ailleurs que « *(...) l’initiateur, si son offre réussit, aura tout loisir de réaliser ces fusions à mon avis créatrices de valeur pour Financière Moncey (...)* »

Pour rappel, l’hypothèse d’absence de simplification de la structure de détention est systématiquement utilisée par les experts étant intervenus sur des sociétés de la galaxie Bolloré, ainsi :

- Pour le retrait de la cote de PTR de 2013, l’expert se positionnait de la manière suivante : « *En effet, supposer l’absence de décote lors de la réalisation des titres entrant dans la composition des boucles susmentionnées reviendrait en quelque sorte à nier la configuration actuelle du Groupe en se plaçant dans une situation virtuelle où Holdings de Contrôle et boucles d’autocontrôle et d’auto-détention auraient totalement disparu. Une simplification aussi radicale de la structure juridique du Groupe, qui n’est pas à l’ordre du jour, prendrait nécessairement du temps et ne se ferait pas sans frottement divers et sans coût de toute nature, explicite ou implicite.* »
- Pour l’OPAS de 2023, l’expert indique « *La Société nous a confirmé qu’il n’existait pas de projet de simplification de l’organigramme qui permettrait de déboucler au moins partiellement ces boucles d’autocontrôle. Nous les avons ainsi évaluées dans leur état actuel, tel que schématisé ci-dessous.* »

Force est de constater que, dans les deux cas, les hypothèses des experts étaient fondées, les boucles d’autocontrôle n’ayant évolué qu’à la marge depuis 2013.

Plus généralement, la mesure de l’impact sur la valeur de scénarios de débouclage nécessiterait non seulement que les modalités précises de ce débouclage soient connues mais aussi que la probabilité d’occurrence de chaque scénario soit déterminée. Compte tenu de la complexité de la galaxie Bolloré, la combinatoire des scénarios de débouclage possibles (ordre du débouclage des 23 sociétés concernées, modalités, coûts, délais, impact sur le contrôle du groupe, ...) et l’impossibilité de déterminer les probabilités attachées cantonne l’exercice à une simple expérience de pensée en l’absence de tout plan arrêté par le management. Par ailleurs, celui-ci nous ayant affirmé qu’aucun plan de ce type n’était envisagé, nous avons considéré que la probabilité de survenance des scénarios évoqués par les actionnaires minoritaires était négligeable.

Ce positionnement se trouve renforcé par le fait que les scénarios de débouclage complets ou partiels du système ne semblent pas être probabilisés à un niveau significatif par le marché, le cours de bourse et les objectifs de

---

<sup>9</sup> La transformation de Bolloré en société en commandite obligerait son actionnaire de contrôle Compagnie de l’Odet, ou tous futurs associés commandités, à mettre en œuvre une offre publique de retrait sur Bolloré SE (art. L. 433-4 1°, 2° du Code monétaire et financier). Ceci contredit l’affirmation que cette simplification ne coûterait que quelques millions d’euros et serait aisée.

cours de Bolloré SE ressortant très éloignés du niveau estimé par les actionnaires minoritaires dans ce cas de figure<sup>10</sup>.

Le principe de la prise en compte de l'éloignement et de la fiscalité semble admis par certains actionnaires minoritaires compte tenu des prix par action des Sociétés publiés dans la presse et repris dans leurs courriers.

## 7. Synthèse des résultats après corrections

Le tableau ci-dessous synthétise les résultats de nos travaux tenant compte de l'ajustement de la valeur de la Société après prise en compte des produits de placement de la trésorerie et de l'économie des frais de cotation sur l'ANR 2, lequel ressort à 111,0 € par action contre 110,2 € dans notre rapport.

Compagnie du Cambodge Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)			Parité, en nombre d'actions UMG			Prime/ (Décote) vs Offre
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute	
Cours de bourse (12 septembre 2024)	36 mois	51.0	65.5	76.5	2.16	2.77	3.23	67.9 %
	24 mois	55.0	65.8	76.5	2.32	2.78	3.23	67.2 %
	12 mois	58.0	67.0	76.5	2.45	2.83	3.23	64.2 %
	6 mois	66.5	70.0	76.5	2.81	2.96	3.23	57.1 %
	3 mois	66.5	71.0	76.5	2.81	3.00	3.23	54.9 %
	20 jours	72.5	73.6	76.5	3.06	3.11	3.23	49.5 %
	Spot	74.0	74.0	74.0	3.13	3.13	3.13	48.6 %
DDM	29-nov.-24	59.0	66.6	76.7	2.49	2.82	3.24	65.1 %
ANR	ANR 1	92.0	100.9	109.7	3.89	4.26	4.64	9.0 %
	ANR 2	90.4	111.0	113.4	3.82	4.69	4.79	(0.9)%
ANC consolidé	30-juin-24	68.5	68.5	68.5	2.89	2.89	2.89	60.6 %

Compte-tenu de son caractère peu significatif, cet ajustement ne modifie pas la conclusion de notre rapport du 17 janvier 2025.

En préambule nous estimons utile de rappeler que, contrairement à ce que semblent suggérer un nombre important de remarques, les Offres ne portent pas sur les actions de Bolloré SE mais sur les titres de trois sociétés holding purement financières détenant des participations indirectes dans Bolloré SE. Ces holdings sont ainsi très éloignées des actifs qui donnent sa valeur au Groupe.

Cet état de fait étant précisé, nous constatons que malgré l'hétérogénéité des méthodes retenues (annulation de chemins d'autocontrôle indirects, modèle itératif « classique », résolution de systèmes d'équation, ...) les résultats des approches de valeurs proposées par les actionnaires minoritaires convergent vers ceux auxquels aboutissent nos travaux (modèle itératif « classique » et modèle « à tours ») si nous négligeons l'impact de l'éloignement et de la fiscalité sur la valeur.

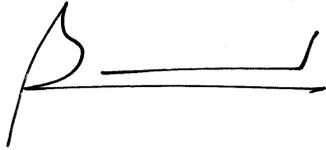
Le principal écart d'appréciation entre les actionnaires minoritaires et nous réside donc dans la prise en compte ou non de ces effets sur la valeur des actions Compagnie du Cambodge, position qu'ils justifient pour la plupart par une simplification possible des structures de contrôle au sein de Groupe Bolloré, ou autrement dit la suppression des boucles d'autocontrôle. Si nous convenons avec les actionnaires minoritaires que cette simplification conduirait à une augmentation importante de la valeur de la Société, il nous semble (i) qu'elle n'est pas envisagée par le Groupe qui nous l'a affirmé, (ii) qu'elle pourrait remettre en cause le contrôle du Groupe et s'avérer coûteuse, et (iii) qu'en dépit du retrait de la cote de PTR en 2013, aucune opération significative de ce genre n'a été réalisée à ce jour.

<sup>10</sup> Le cours de l'action Bolloré SE ressort à 5,8 € au 23 décembre 2024 pour un objectif de cours moyen de 6,5 €. Les modèles « mathématiques » mis en œuvre par les actionnaires minoritaires valorisent le titre Bolloré à un niveau de l'ordre 15 € par action.

En conclusion, les précisions exposées supra ne modifient pas notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre de 110 € par action Compagnie du Cambodge dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 24 février 2025

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal



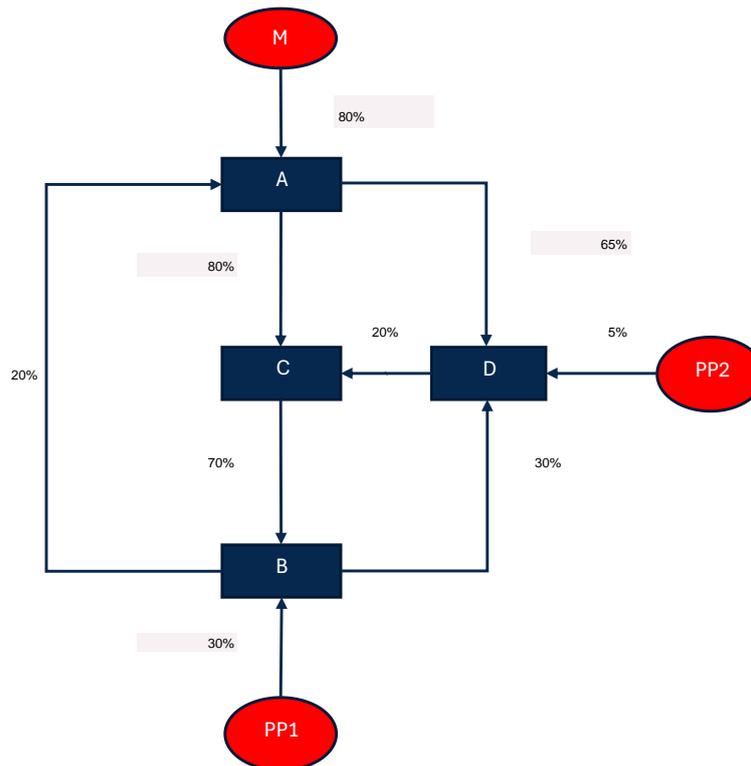
Stéphane Marande

Associés

## Annexes

### Equivalence entre les modèles « itératifs » et les modèles de « suppression des boucles »

Deux familles de modèles « mathématiques » sont en général utilisées pour estimer la valeur d'une boucle d'autocontrôle : les modèles itératifs et les modèles de suppression des boucles. Pour illustrer notre propos, nous nous baserons sur un exemple très simplifié comparé à la complexité réelle de l'organigramme de la galaxie Bolloré :



Où les cercles rouges M, PP1 et PP2 représentent des personnes morales ou physiques détenant des participations dans les sociétés A, B, C et D, sociétés holding parties prenantes dans un système de boucles d'autocontrôle.

#### Approche de la valeur par itérations successives :

Cette approche consiste à déterminer la valeur des participations croisées par le biais d'un modèle itératif convergeant vers une valeur d'équilibre de chacune des sociétés composant l'organigramme. Cette approche peut relativement facilement être mise en œuvre dans Excel en exprimant la valeur de chaque société comme la somme de ses participations dans les autres sociétés de l'organigramme, créant ainsi une circularité dans les formules de calcul et en activant la fonction « calcul itératif » de l'outil :

Entités	ANR	A		B		C		D		Valeur CP totale	en % de l'ANR	# actions	Valeur par action
		%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur				
B	100 000	20%	15 728	-	-	-	-	30%	5 074	120 802	121 %	4 000	30.20 €
D	-	-	-	-	20%	16 912	-	-	-	16 912	17 %	8 000	2.11 €
C	-	-	-	70%	84 561	-	-	-	-	84 561	85 %	10 000	8.46 €
A	-	-	-	-	-	80%	67 649	65%	10 993	78 642	79 %	1 000	78.64 €
<b>Total</b>	<b>100 000</b>									<b>300 918</b>	<b>301 %</b>		

La mise en œuvre de ce type de modèle met toutefois en lumière une anomalie apparente : la somme de valeurs individuelles des sociétés composant le groupe représente trois fois sa valeur réelle alors que, comme nous le rappelons §4.2 de notre rapport, les boucles ne créent pas de valeur. Nous remarquons toutefois que si nous

appliquons ces valeurs à chaque actionnaire à due proportion de leur quote-part détention, la somme de leur patrimoine ressort bien égale à la valeur du groupe :

Actionnaires	A		B		C		D		Valeur CP totale	en % de l'ANR	# actions	Valeur par action
	%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur				
B	20 %	15 728	-	-	-	-	30 %	5 074				
D	-	-	-	-	20 %	16 912	-	-				
C	-	-	70 %	84 561	-	-	-	-				
A	-	-	-	-	80 %	67 649	65 %	10 993				
M	80 %	62 914	-	-	-	-	-	-	62 914	63 %	800	78.64 €
PP1	-	-	30 %	36 241	-	-	-	-	36 241	36 %	1 200	30.20 €
PP2	-	-	-	-	-	-	5 %	846	846	1 %	400	2.11 €
<b>Total</b>	<b>100 %</b>	<b>78 642</b>	<b>100 %</b>	<b>120 802</b>	<b>100 %</b>	<b>84 561</b>	<b>100 %</b>	<b>16 912</b>	<b>100 000</b>	<b>100 %</b>		

Ce résultat s'explique par le fait que les modèles itératifs s'appuient sur une structure juridique non corrigée de l'autocontrôle. De ce fait, chaque valeur ainsi calculée représente une valeur faciale du point de vue de la société évaluée, compte tenu du fait que le nombre d'actions composant son capital n'a pas été ajusté de l'autocontrôle indirect. Dans ce contexte, seule la valeur de titres détenus par les actionnaires non-parties aux boucles d'autocontrôle a un sens.

### Approche par « suppression » des boucles :

L'autre famille d'approche de la valeur des boucles d'autocontrôle consiste à simuler le débouclage du système en supprimant les boucles une par une, par étapes successives de distribution des participations et d'annulation des actions autodétenues :

#### Etape 1 : B distribue sa quote-part de D à ses actionnaires

Répart. D	Boucle		
	Origine	Répartition	Après répart.
B	30 %	(30)%	-
D	-	-	-
C	-	21 %	21 %
A	65 %	-	65 %
<b>Sous total</b>	<b>95 %</b>	<b>(9)%</b>	<b>86 %</b>
M	-	-	-
PP1	-	9 %	9 %
PP2	5 %	-	5 %
<b>Total</b>	<b>100 %</b>	<b>-</b>	<b>100 %</b>

#### Etape 2 : C distribue sa participation dans D à ses actionnaires

Répart. D	Boucle		
	Origine	Répartition	Après répart.
B	-	-	-
D	-	4 %	4 %
C	21 %	(21)%	-
A	65 %	17 %	82 %
<b>Sous total</b>	<b>86 %</b>	<b>-</b>	<b>86 %</b>
M	-	-	-
PP1	9 %	-	9 %
PP2	5 %	-	5 %
<b>Total</b>	<b>100 %</b>	<b>-</b>	<b>100 %</b>

#### Etape 3 : ajustement de l'autodétention dans D

Répart. D	Boucle		
	Origine	Répartition	Après répart.
B	-	-	-
D	4 %	(4)%	-
C	-	-	-
A	82 %	4 %	85 %
<b>Sous total</b>	<b>86 %</b>	<b>(1)%</b>	<b>85 %</b>
M	-	-	-
PP1	9 %	0 %	9 %
PP2	5 %	0 %	5 %
<b>Total</b>	<b>100 %</b>	<b>-</b>	<b>100 %</b>

#### Etape 4 : B distribue sa participation dans A

Répart. A	Boucle		
	Origine	Répartition	Après répart.
B	20 %	(20)%	-
D	-	-	-
C	-	14 %	14 %
A	-	-	-
<b>Sous total</b>	<b>20 %</b>	<b>(6)%</b>	<b>14 %</b>
M	80 %	-	80 %
PP1	-	6 %	6 %
PP2	-	-	-
<b>Total</b>	<b>100 %</b>	<b>-</b>	<b>100 %</b>

### Etape 5 : C distribue sa participation dans A

Répart. A	Boucle		
	Origine	Répartition	Après répart.
B	-	-	-
D	-	3 %	3 %
C	14 %	(14)%	-
A	-	11 %	11 %
Sous total	14 %	-	14 %
M	80 %	-	80 %
PP1	6 %	-	6 %
PP2	-	-	-
<b>Total</b>	<b>100 %</b>	<b>-</b>	<b>100 %</b>

### Etape 6 : D distribue sa participation dans A

Répart. A	Boucle		
	Origine	Répartition	Après répart.
B	-	-	-
D	3 %	(3)%	-
C	-	-	-
A	11 %	2 %	14 %
Sous total	14 %	(0)%	14 %
M	80 %	-	80 %
PP1	6 %	0 %	6 %
PP2	-	0 %	0 %
<b>Total</b>	<b>100 %</b>	<b>(0)%</b>	<b>100 %</b>

### Etape 7 : Suppression de l'autodétention de A

Répart. A	Boucle		
	Origine	Répartition	Après répart.
B	-	-	-
D	-	-	-
C	-	-	-
A	14 %	(14)%	-
S/T	14 %	(14)%	-
M	80 %	13 %	93 %
PP1	6 %	1 %	7 %
PP2	0 %	0 %	0 %
<b>Total</b>	<b>100 %</b>	<b>(0)%</b>	<b>100 %</b>

Le schéma de détention résultant ne nécessite plus d'itérations pour déterminer la valeur des titres évalués :

Entités	ANR	A		B		C		D		Valeur CP totale	en % de l'ANR	# actions	Valeur par action
		%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur				
B	100 000	-	-	-	-	-	-	-	-	100 000	100 %	n.a.	n.a.
D	-	-	-	-	-	20 %	14 000	-	-	14 000	14 %	n.a.	n.a.
C	-	-	-	70 %	70 000	-	-	-	-	70 000	70 %	n.a.	n.a.
A	-	-	-	-	-	80 %	56 000	85 %	11 954	67 954	68 %	n.a.	n.a.
<b>Total</b>	<b>100 000</b>									<b>251 954</b>	<b>252 %</b>		

Nous remarquons toutefois que, comme pour le modèle par itération, la valeur totale des sociétés holdings reste supérieure à l'ANR « propre » de B. Cet effet se corrige toutefois de lui-même si nous considérons le patrimoine des actionnaires finaux :

Actionnaires	A		B		C		D		Valeur CP totale	en % de l'ANR	# actions	Valeur par action
	%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur				
B	-	-	-	-	-	-	-	-				
D	-	-	-	-	20 %	14 000	-	-				
C	-	-	70 %	70 000	-	-	-	-				
A	-	-	-	-	80 %	56 000	85 %	11 954				
M	93 %	62 914	-	-	-	-	-	-	62 914	63 %	800	78.64 €
PP1	7 %	4 925	30 %	30 000	-	-	9 %	1 315	36 241	36 %	1 200	30.20 €
PP2	0 %	115	-	-	-	-	5 %	731	846	1 %	400	2.11 €
<b>Total</b>	<b>100 %</b>	<b>67 954</b>	<b>100 %</b>	<b>100 000</b>	<b>100 %</b>	<b>70 000</b>	<b>100 %</b>	<b>14 000</b>	<b>100 000</b>	<b>100 %</b>		

### Comparaison entre les deux approches et vision économique de la valeur des boucles d'autocontrôle

Nous nous sommes livré infra à un exercice de rapprochement de la valeur par action des sociétés A, B et D selon les deux approches développées.

## Valeur de B

### Par suppression des boucles

	Total	Pour C	Pour PP1
<b>Valeur de B hors A</b>	100 000	70 000	30 000
Nombre d'act.		2 800	1 200
V/action		25.00	25.00
<b>Valeur de A via B</b>			4 925
Nombre d'act.			1 200
V/action			4.10
<b>Valeur de D via B</b>			1 315
Nombre d'act.			1 200
V/action			1.10
<b>V/action B</b>			30.20

### Par itération

<b>Valeur de B</b>	120 802
Nombre d'act.	4 000
<b>V/action B</b>	30.20

## Valeur de D

### Par suppression des boucles

	Total	Pour A	Pour PP2
<b>Valeur de D hors A</b>	14 000	11 954	731
Nombre d'act.		5 200	400
V/action		2.30	1.83
<b>Valeur de D via A</b>			115
Nombre d'act.			400
V/action			0.29
<b>V/action D</b>			2.11

### Par itération

<b>Valeur de D</b>	16 912
Nombre d'act.	8 000
<b>V/action D</b>	2.11

## Valeur de A

### Par suppression des boucles

<b>Valeur de A</b>	62 914
Nbre total hors autocontrôle	800
<b>V/action A</b>	78.64
Nombre d'actions A	1 000
Autocontrôle par B	(200)
Nombre d'actions A ajusté	800

### Par itération

<b>Valeur de A</b>	78 642
Nombre d'act.	1 000
<b>V/action A</b>	78.64

Nous tirons les conclusions suivantes de ces analyses :

- Les deux approches conduisent mécaniquement à des résultats identiques si nous considérons des valeurs par action.
- Les valeurs à 100 % des capitaux propres des sociétés holdings sont à manipuler avec précaution, celles-ci ne reflétant pas forcément une valeur économique des sociétés évaluées, notamment si ces dernières sont parties prenantes aux boucles d'autocontrôle.
- Une boucle d'autocontrôle n'a de valeur que pour une personne physique ou morale n'étant pas partie elle-même à la boucle.
- Comme nous l'avons indiqué §4.2 de nos rapports, les modèles « mathématiques » détaillés supra ne font que simuler la valeur par transparence maximale attribuable à chacun des actionnaires, mais ne reflètent pas les autres contraintes<sup>11</sup> qui seraient prises en compte par un investisseur rationnel.

<sup>11</sup> Financières, comptables et légales ainsi que les frottements fiscaux et temporels.

- Enfin, nous précisons que le modèle « à tours » mis en œuvre dans nos travaux est une variante du modèle itératif détaillé supra permettant de visualiser individuellement chaque itération et donc l'écoulement de la valeur au sein du système.