

NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ

believe®

EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT
LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ BELIEVE INITIÉE PAR

UPBEAT BIDCO



En application des dispositions de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire en date du 4 juillet 2025, apposé le visa n°25-279 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). La Note en Réponse a été établie par Believe 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 règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier, représenté par Monsieur Olivier Péronnet, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans la présente Note en Réponse.

La présente Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Believe (<https://believe.opro2025.com>) et est mis gratuitement à la disposition du public au siège social de Believe au 24, rue Toulouse Lautrec – 75017 Paris (France).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Believe seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE.....	3
1.1. Contexte de l'Offre	4
1.1.1. Motifs de l'Offre	4
1.1.2. Présentation de l'Initiateur	5
1.2. Rappel des caractéristiques de l'Offre.....	5
1.2.1. Termes de l'Offre.....	5
1.2.2. Ajustement des termes de l'Offre.....	6
1.2.3. Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	6
1.2.4. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites	6
1.3. Modalités de l'Offre.....	7
1.4. Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait	8
1.5. Retrait Obligatoire	9
1.6. Calendrier indicatif de l'Offre.....	10
1.7. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	11
2. PROCÉDURES D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE.....	13
3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	13
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	23
5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	23
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	23
6.1. Mécanisme d'Intéressement	23
6.2. Traité d'Apport.....	24
6.3. Autres accords dont la Société a connaissance	25
7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	25
7.1. Structure et répartition du capital de la Société.....	25
7.2. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote.....	25
7.3. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	26
7.4. Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	27
7.5. Liste des détenteurs de tout titre Believe comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	28
7.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	28
7.7. Rappel des règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des Statuts de la Société.....	29
7.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	30
7.9. Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	33
7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend	

fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange	34
8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	34
9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	34
10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE ..	35

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Upbeat BidCo, une société par actions simplifiée au capital de 148.313.530,80 euros, dont le siège social est situé 24, rue Toulouse Lautrec, 75017 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 985 046 424 (« **Upbeat BidCo** » ou l'« **Initiateur** ») propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société Believe, une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 503 518,72 euros, dont le siège social est situé 24, rue Toulouse Lautrec, 75017 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 481 625 853 (« **Believe** » ou la « **Société** », et avec ses filiales détenues directement ou indirectement, le « **Groupe** »), d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions de la Société en circulation ou à émettre (les « **Actions** ») autres que les Actions détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur (sous réserve des exceptions ci-dessous) dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), au prix unitaire relevé de 15,30 euros à 17,20 euros par Action (le « **Prix d'Offre Relevé** ») payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après.

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0014003FE9, mnémonique « BLV ».

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas et Goldman Sachs (les « **Banques Présentatrices** ») ont déposé auprès de l'AMF le 16 avril 2025 le projet d'Offre libellé initialement au prix unitaire de 15,30 euros par Action (l'« **Offre Initiale** ») et un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information Initial** ») pour le compte de l'Initiateur.

Le 4 juin 2025, l'Initiateur a annoncé le relèvement du prix de l'Offre Initiale, le portant à 17,20 euros par Action (l'« **Offre Relevée** »).

Le 5 juin 2025, l'Initiateur a déposé une nouvelle version du projet de note d'information en tenant compte du Prix d'Offre Relevé (le « **Projet de Note d'Information** »).

L'Offre Relevée et le Projet de Note d'Information se sont substitués, respectivement, à l'Offre Initiale et au Projet de Note d'Information Initial.

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient 97.252.215 Actions et autant de droits de vote de la Société représentant 96,57% du capital et 95,34% des droits de vote théoriques et réels de la Société¹, dont 18.983 Actions et autant de droits de vote qui sont assimilés aux Actions et droits de votes détenus par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9 du Code de commerce en raison d'un engagement irrévocable de l'Apporteur d'apporter ces Actions à l'Initiateur, conformément aux termes du Traité d'Apport décrits plus en détail à la Section 1.3.2 (*Traité d'Apport*) de la note d'information (la « **Note d'Information** ») et à la Section 6.2 de la Note en Réponse.

L'Offre Publique de Retrait porte sur la totalité des Actions, en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit 3.451.529 Actions en circulation.

¹ Sur la base d'un capital composé, en date du 30 juin 2025, de 100.703.744 Actions et d'un nombre total de 102.010.855 droits de vote théoriques et réels.

A la connaissance de la Société, il n'existe, à la date de la Note en Réponse, aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

La durée de l'Offre Publique de Retrait sera de 10 jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre Publique de Retrait, le Retrait Obligatoire prévu aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF sera mis en œuvre. Les Actions visées qui n'auront pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix d'Offre Relevé, soit 17,20 euros par Action, nette de tous frais.

1.1. Contexte de l'Offre

1.1.1. Motifs de l'Offre

Fondé en 2005 par M. Denis Ladegaillerie, le Groupe s'est développé dans le secteur de la musique enregistrée et a commencé rapidement à mettre à disposition des catalogues de musique en téléchargement sur les plateformes numériques (Apple Music, Fnac, Virgin). Believe est aujourd'hui l'un des leaders mondiaux de la musique numérique. En 2021, Believe franchit une nouvelle étape dans son développement en s'introduisant en bourse.

Le 12 février 2024, un Consortium (tel que défini ci-après) composé de M. Denis Ladegaillerie, du fonds d'investissement EQT X et de fonds gérés par TCV ont déclaré leur intention d'acquérir le contrôle de la Société via l'acquisition par l'Initiateur d'un bloc d'Actions représentant environ 72% du capital de la Société (par voie de cessions et d'un apport en nature par M. Denis Ladegaillerie) et le dépôt d'une offre publique d'achat sur les Actions non détenues par l'Initiateur.

Le 26 avril 2024, l'Initiateur a ainsi déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les Actions de la Société au prix de 15 euros par Action (l'« **OPAS** »). L'OPAS a été déclarée conforme par l'AMF le 30 mai 2024 (D&I 224C0765) et a été ouverte du 3 juin 2024 au 21 juin 2024. A l'issue de l'OPAS, l'Initiateur détenait 94,99% du capital et 94,29% des droits de vote de la Société (D&I 224C1008).

Prenant acte du fait que la cotation des Actions Believe ne présente désormais plus un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre, le Consortium a engagé une réflexion en vue du retrait de la cote de Believe.

De surcroît, l'Initiateur estime que le retrait de la cote de la Société éliminera certaines contraintes réglementaires et législatives, telles que les obligations de communication financière, ainsi que les coûts associés à la cotation sur Euronext Paris.

Dans ce contexte, le Conseil d'administration de la Société a été informé de ces réflexions et, lors de sa réunion du 11 mars 2025, a mis en place un comité *ad hoc* chargé de proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant, superviser le suivi de ses travaux et préparer un projet d'avis motivé. Ce comité est composé de trois membres indépendants du Conseil d'administration – à savoir Madame Orla Noonan, Madame Cécile Frot-Coutaz et Madame Anne France Laclide-Drouin (le « **Comité Ad Hoc** »).

Lors de sa réunion du 13 mars 2025, le Conseil d'administration de la Société a désigné, sur proposition du Comité Ad Hoc, le cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier, représenté par Monsieur Olivier

Péronnet, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II, du Règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre Relevée.

Le 16 avril 2025, l'Initiateur a annoncé son intention de déposer l'Offre Initiale au prix de 15,30 euros par Action, aux termes d'un communiqué de presse conjoint publié avec le Consortium et la Société. A la date du dépôt de l'Offre Initiale, l'Initiateur détenait (effectivement et par assimilation au sens de l'article L. 233-9 du Code de commerce) 97.252.215 Actions et autant de droits de vote de la Société représentant à cette date 96,57% du capital et 95,34% des droits de vote théoriques et réels de la Société (sur une base non-diluée).

A la suite du relèvement du prix de l'Offre Initiale par l'Initiateur le 4 juin 2025, le dépôt du projet d'Offre Relevée et du Projet de Note d'Information au Prix d'Offre Relevé a été réalisé le 5 juin 2025.

1.1.2. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français constituée initialement pour les besoins de l'OPAS et qui, à la connaissance de la Société, à la date des présentes, est détenue à environ 11% par M. Denis Ladegaillerie (directement et via des sociétés qu'il contrôle) et à environ 89% par Upbeat MidCo S.à r.l., une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé au 51A, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Luxembourg, sous le numéro B280980 (« **Upbeat MidCo** »).

Upbeat MidCo est elle-même contrôlée par (i) TCV Luxco XI Beats S.à r.l. (anciennement dénommée TCV Luxco XII 001 S.à r.l.), une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 35 Avenue Monterey, L-2163 Luxembourg, Grand-Duché du Luxembourg, et immatriculée sous le numéro B266816 (« **TCV XI** ») et TCV Luxco XII Beats S.à r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, ayant son siège social au 35, Avenue Monterey, L-2163 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et immatriculée sous le numéro B284564 (« **TCV XII** », ensemble avec TCV XI, « **TCV** ») et (ii) Upbeat TopCo S.à r.l., une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 51A, Boulevard Royal, 2449 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et immatriculée sous le numéro B267190 (« **EQT** », ensemble avec M. Denis Ladegaillerie et TCV, le « **Consortium** »), cette dernière étant elle-même détenue par les fonds EQT X EUR SCSp et EQT X USD SCSp, gérés par EQT Fund Management S.à r.l.

Il est rappelé qu'un pacte d'actionnaires, conclu le 16 décembre 2024, lie les associés directs et indirects de l'Initiateur, dont les principaux termes de gouvernance² sont décrits dans le Document d'Enregistrement Universel 2024 de la Société.

1.2. Rappel des caractéristiques de l'Offre

1.2.1. Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissements présentateurs, ont déposé le projet d'Offre Initiale auprès de l'AMF le 16 avril 2025, sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les Actions de Believe non détenues par l'Initiateur, ainsi que le Projet de Note d'Information Initial. Le dépôt du projet d'Offre Relevée et du

² Pour davantage de détails, se référer à la section 4.2.3 du Document d'Enregistrement Universel 2024 de la Société, publié sur son site institutionnel.

Projet de Note d'Information au Prix d'Offre Relevé a été réalisé le 5 juin 2025, à la suite du relèvement du prix de l'Offre Initiale par l'Initiateur le 4 juin 2025.

BNP Paribas, en qualité d'établissement garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Relevée, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

En application des dispositions des articles 236-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'est engagé irrévocablement pendant une période de dix (10) jours de négociation à offrir aux actionnaires de la Société la possibilité d'apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait en contrepartie d'une somme en numéraire de 17,20 euros par Action.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les Actions non détenues par l'Initiateur (de manière effective ou assimilée, en application de l'article L. 233-9 du Code de commerce) qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait lui seront transférées, moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre Relevé, nette de tout frais, soit 17,20 euros par Action.

1.2.2. Ajustement des termes de l'Offre

Toute distribution de dividende, d'acompte sur dividende, de réserve, de prime d'émission ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature) décidée par la Société dont la date de détachement interviendrait, ou toute réduction de capital réalisée, avant la clôture de l'Offre Publique de Retrait donnera lieu à un ajustement, à l'euro l'euro du prix par Action proposé dans le cadre de l'Offre Relevée.

1.2.3. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient 97.252.215 Actions et autant de droits de vote de la Société représentant 96,57% du capital et 95,34% des droits de vote théoriques et réels de la Société³, dont 18.983 Actions et autant de droits de vote qui sont assimilés aux Actions et droits de votes détenus par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9 du Code de commerce en raison d'un engagement irrévocable de l'Apporteur d'apporter ces Actions à l'Initiateur, conformément aux termes du Traité d'Apport décrits plus en détail à la Section 1.3.2 (*Traité d'Apport*) de la Note d'Information et à la Section 6.2 de la Note en Réponse.

L'Offre porte sur la totalité des Actions, en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit 3.451.529 Actions en circulation.

A la connaissance de la Société, il n'existe, à la date de la Note en Réponse, aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

1.2.4. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

La Société avait mis en place plusieurs plans (les « **Plans d'Actions Gratuites** ») d'attribution d'Actions gratuites au profit de certains salariés et/ou mandataires sociaux de la Société et de son Groupe (les « **Actions Gratuites** »).

A la date de la Note en Réponse il n'y a plus d'Actions Gratuites en cours de période d'acquisition ou de conservation.

³ Sur la base d'un capital composé, en date du 30 juin 2025, de 100.703.744 Actions et d'un nombre total de 102.010.855 droits de vote théoriques et réels.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Plans d'Actions Gratuites qui avaient été attribués au cours des trois dernières années par la Société :

Plans	AP 2022		AP 2023	AP 2024
Date de l'assemblée générale des actionnaires ayant conféré l'autorisation au Conseil d'administration	25 mai 2021	20 juin 2022	20 juin 2022	20 juin 2022
Date de la décision du Conseil d'administration	3 mai 2022	9 décembre 2022	27 avril 2023	21 juin 2024
Période d'acquisition	3 ans	3 ans	3 ans	3 ans
Date d'acquisition	3 mai 2025	3 mai 2025	27 avril 2026	21 juin 2027
Conditions de performance	✓	✓	✓	✓
Nombre d'Actions attribuées	697 322	100 000	1 071 495	1 090 299
Nombre d'Actions annulées ou caduques ou via renonciation des bénéficiaires	662 374	49 700	1 071 495	1 090 299
Nombre d'Actions acquises	34 948	50 300	0	0
Nombre d'Actions en cours d'acquisition	0	0	0	0
Nombre d'Actions en cours de période de conservation	0	0	0	0

Certains bénéficiaires du Plan d'Actions Gratuites AP 2022 et l'ensemble des bénéficiaires des Plans d'Actions Gratuites AP 2023 et AP 2024 ont renoncé au bénéfice des Actions Gratuites qui leur avaient été attribuées.

Le solde du Plan d'Actions Gratuites AP 2022 a été définitivement acquis le 5 mai 2025. Après revue des critères de performance par le Comité des nominations et des rémunérations et de la prise en compte des renonciations de la plupart des bénéficiaires du Plan d'Actions Gratuites AP 2022, le Conseil d'administration, lors de sa séance du 23 avril 2025, i) a constaté l'émission prochaine de 85.248 Actions et ii) a subdélégué ses pouvoirs à M. Denis Ladegaillerie pour procéder à l'augmentation de capital par voie d'émission de 85.248 Actions nouvelles pour les attribuer définitivement aux bénéficiaires du Plan d'Actions Gratuites AP 2022 en date du 5 mai 2025. Ces 85.248 Actions sont librement cessibles (pas de période de conservation) et sont donc visées par l'Offre.

1.3. Modalités de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissements présentateurs, ont déposé le projet d'Offre Relevée auprès de l'AMF le 5 juin 2025. L'AMF a publié le même jour un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information sur son site internet (www.amf-france.org). Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note d'Information, tel que déposé auprès de l'AMF, a été tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur et auprès des Banques Présentatrices et a été mis en ligne sur le site internet de la Société (<https://believe.opro2025.com>) et de l'AMF (www.amf-france.org). En outre, un

communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note d'Information et précisant les modalités de sa mise à disposition a été diffusé par l'Initiateur le 5 juin 2025.

La Société a déposé son Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 5 juin 2025, comprenant notamment le rapport de l'Expert Indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 I-2° du règlement général de l'AMF et l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société en application des dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF. L'AMF a publié le même jour un avis de dépôt relatif au Projet de Note en Réponse sur son site internet (www.amf-france.org). Conformément à l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note en Réponse, tel que déposé auprès de l'AMF, a été tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et a été mis en ligne sur le site internet de la Société (<https://believe.opro2025.com>) et de l'AMF (www.amf-france.org). En outre, un communiqué comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse et précisant les modalités de sa mise à disposition a été diffusé par la Société le 5 juin 2025.

Par décision en date du 4 juillet 2025, l'AMF a déclaré l'Offre Relevée conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables, et a publié la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). En application des dispositions de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF, la déclaration de conformité a emporté visa de la Note d'Information de l'Initiateur.

La présente Note en Réponse ainsi visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public par la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (<http://www.amf-france.org>) et de la Société (<https://believe.opro2025.com>).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, des communiqués de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par la Société seront publiés au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et seront mis en ligne sur le site internet de la Société (<https://believe.opro2025.com>).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre Publique de Retrait et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

1.4. Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Les Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action qui ne répondrait pas à cette condition.

Les Actions détenues sous forme « nominatif pur » devront être converties et détenues sous la forme « nominatif administré » ou au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre Publique de Retrait. Par conséquent, les actionnaires dont les Actions sont inscrites au « nominatif pur » et qui souhaitent les apporter à l'Offre Publique de Retrait devront demander dans les meilleurs délais la conversion sous

forme « nominatif administré » ou au porteur de leurs Actions afin de les apporter à l'Offre Publique de Retrait. Les ordres de présentation des Actions à l'Offre Publique de Retrait sont irrévocables. Il est précisé que la conversion sous forme « nominatif administré » ou au porteur d'Actions inscrites au « nominatif pur » entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces Actions sous la forme « nominatif pur ».

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport ou de vente irrévocable au Prix de l'Offre des Actions, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait, sous réserve des délais de traitement par l'intermédiaire financier concerné.

L'Offre Publique de Retrait sera réalisée uniquement par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF, les actionnaires de Believe souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre Publique de Retrait et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur sur le marché.

BNP Paribas, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier.

1.5. Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions des articles L.433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et 237-7 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les Actions de la Société qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites Actions) moyennant une indemnisation de 17,20 euros par Action de la Société.

L'AMF publiera un avis de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et Euronext Paris publiera un avis annonçant le calendrier de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-5 du règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation égal au Prix d'Offre Relevé, soit 17,20 euros, sera versé, net de tous frais, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Uptevia, centralisateur des opérations d'indemnisation.

Conformément à l'article 237-8 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des Actions de la Société dont les ayants droit sont restés inconnus (i.e., titres en déshérence ou assimilés (notamment ceux des actionnaires dont les coordonnées resteraient inconnues))

seront conservés (et, le cas échéant, sur demande de versement de l'indemnisation effectuée par des ayant droits pendant cette période, versés, nets de tout frais, par Uptevia, pour le compte de l'Initiateur) pendant une durée de dix (10) ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des Actions Believe du compartiment A d'Euronext Paris le jour où le Retrait Obligatoire sera effectif.

1.6. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre.

Un calendrier indicatif de l'Offre est proposé ci-dessous :

Date	Principales étapes de l'Offre
16 avril 2025	- Dépôt du projet d'Offre Initiale et du projet de Note d'Information Initial auprès de l'AMF. - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site internet de la Société (https://believe.opro2025.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de Note d'Information Initial. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de Note d'Information Initial.
5 juin 2025	- Dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre et du projet de Note d'Information - Mise à disposition du public aux sièges sociaux de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (https://believe.opro2025.com) du projet de Note d'Information. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de Note d'Information. - Dépôt du projet de note en réponse de la Société, comprenant l'avis motivé et favorable du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'expert indépendant. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites internet de la Société (https://believe.opro2025.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note en réponse de la Société. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société.

Date	Principales étapes de l'Offre
4 juillet 2025	- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société. - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site internet de la Société (https://believe.opro2025.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information visée. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://believe.opro2025.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse visée. - Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la Note d'Information visée. - Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée.
7 juillet 2025	- Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site internet de la Société (https://believe.opro2025.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur.
7 juillet 2025	- Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://believe.opro2025.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
7 juillet 2025	- Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables l'Initiateur. - Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
7 juillet 2025	- Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre. - Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
8 juillet 2025	- Ouverture de l'Offre Publique de Retrait.
21 juillet 2025	- Clôture de l'Offre Publique de Retrait.
22 juillet 2025	- Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait.
Dès que possible après la publication de l'avis de résultat	- Mise en œuvre du Retrait Obligatoire. - Radiation des Actions Believe du Compartiment A d'Euronext Paris.

Date	Principales étapes de l'Offre
de l'Offre Publique de Retrait	

1.7. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

La Section 2.12 de la Note d'Information indique que :

- l'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens ;
- l'Offre est donc faite aux actionnaires de la Société situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires ;
- la diffusion de la Note d'Information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions ;
- ni la Note d'Information, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les détenteurs d'Actions situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

En conséquence, les personnes en possession de la Note d'Information et la Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière.

La Société et l'Initiateur déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Etats-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la Note d'Information et la Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis ou par

l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la Note d'Information ou de la Note en Réponse, et aucun autre document relatif à la Note d'Information, à la Note en Réponse ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie de la Note d'Information, de la Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

La Note d'Information et la Note en Réponse ne constituent ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'ont pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

2. PROCÉDURES D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article L.2312-52 du Code du travail, le comité social et économique de la Société a été réuni et informé du dépôt de l'Offre le 30 avril 2025. Une nouvelle information a été réalisée s'agissant de l'Offre Relevée le 5 juin 2025.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du Règlement Général de l'AMF, le Conseil d'Administration de la Société s'est réuni le 4 juin 2025 à l'effet d'examiner le projet d'Offre Publique de Retrait et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre Publique de Retrait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. L'intégralité des administrateurs étaient présents (au siège social ou par visioconférence), à savoir :

1. Monsieur Denis Ladegaillerie (président du Conseil d'Administration et directeur général) ;
2. Madame Orla Noonan* ;
3. Madame Anne-France Laclide-Drouin* ;
4. Madame Cécile Frot-Coutaz* ;
5. Monsieur Andrew Fisher ;

6. Monsieur John Doran.

**administratrices indépendantes*

Monsieur Nicolas Brugère (censeur) était également présent. Monsieur Michael Kalfayan (censeur) était absent.

Préalablement à la réunion, les documents suivants ont notamment été mis à la disposition des membres du Conseil d'administration, afin de leur permettre de détenir toutes les informations nécessaires à l'émission de leur avis motivé :

- le Projet de Note d'Information Initial déposé le 16 avril 2025 par l'Initiateur, qui contient notamment les motifs et le contexte de l'Offre Publique de Retrait, les intentions de l'Initiateur au cours des douze (12) prochains mois, les éléments d'appréciation du prix de l'Offre Initiale établis par BNP Paribas et Goldman Sachs en tant que banques présentatrices de l'Offre Publique de Retrait (les « **Etablissements Présentateurs** »), ainsi que le résumé des principaux accords connexes à l'Offre Publique de Retrait ;
- une version projet du Projet de Note d'Information révisé reflétant le Prix Relevé, qui contient notamment les éléments d'appréciation du Prix Relevé établis par les Etablissements Présentateurs, ledit document ayant vocation à être déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF dans les prochains jours ;
- le Projet de Note en Réponse établi par la Société conformément à l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, qui reste à compléter de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre, et qui a vocation à être déposé par la Société auprès de l'AMF concomitamment au dépôt de l'Offre relevée et du Projet de Note d'Information ;
- le projet d'avis motivé établi par le Comité Ad Hoc conformément à l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF ;
- le rapport du cabinet Cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier, Expert Indépendant, en date du 4 juin 2025.

Le Conseil d'Administration rappelle que pour lui permettre d'accomplir diligemment la mission qui lui incombe d'analyser l'Offre de l'Initiateur et de rendre un avis motivé sur cette Offre, le Comité Ad Hoc s'est fait assister par des conseils juridiques (Gide Loyrette Nouel A.A.R.P.I.).

Seules les trois administratrices indépendantes ont pris part aux échanges et au vote (Orla Noonan, Cécile Frot-Coutaz et Anne-France Laclide-Drouin), les autres administrateurs étant liés à l'Initiateur (à savoir Denis Ladegaillerie, Andrew Fisher et John Doran).

I. Rappel des principaux termes de l'Offre et de son contexte

A titre liminaire, il est rappelé que les principaux termes de l'Offre sont les suivants :

Le 16 avril 2025, la société Upbeat BidCo (l'« **Initiateur** ») a déposé une offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire (l'« **Offre Publique de Retrait** »), libellée initialement au prix unitaire de quinze euros et trente centimes (15,30 €) par Action (l'« **Offre Initiale** »).

L'Initiateur a indiqué envisager de rehausser le prix de l'Offre Initiale, le portant à dix-sept euros et vingt centimes (17,20 €) par Action (le « **Prix Relevé** »). La présente décision du conseil d'administration prend pour hypothèse que l'Offre sera déposée au Prix Relevé (et y est conditionné).

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français détenue à hauteur d'environ 11% par le fondateur et président-directeur général de Believe M. Denis Ladegaillerie (directement et par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle) et, pour le solde, par TCV et EQT via la société Upbeat MidCo S.à r.l. (le « **Consortium** »).

L'Initiateur détient, directement ou par assimilation⁴, 97.252.215 Actions, auxquelles sont attachés autant de droits de vote. Cette participation représente 96,57% du capital et 95,34 des droits de vote de la Société⁵.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre Publique de Retrait porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues par l'Initiateur ou assimilées à sa participation, étant précisé qu'il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

L'Initiateur n'agit pas de concert avec un tiers ou un autre actionnaire de la Société.

L'Offre Publique de Retrait revêt un caractère volontaire ; elle sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

L'Initiateur a indiqué que dans la mesure où les conditions requises pour la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sont d'ores et déjà satisfaites, l'Offre Publique de Retrait sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF (dans les conditions détaillées à la section 1.2.7 du Projet de Note d'Information).

Les intentions de l'Initiateur au cours des douze prochains mois sont décrites dans la section 1.2 du Projet de Note d'Information mis à la disposition des membres du Conseil d'Administration.

Ces éléments ont notamment été pris en compte par l'Expert Indépendant pour l'établissement de son rapport et par le Comité Ad Hoc pour établir sa recommandation.

II. Rappel du processus et du fondement de la désignation de l'Expert Indépendant

En application des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4° et II et 262-1 du Règlement général de l'AMF, compte tenu du fait que (i) la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce avant le lancement de l'Offre Publique de Retrait, (ii) les dirigeants de la Société ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce ont conclu un accord avec l'Initiateur susceptible d'affecter leur indépendance, (iii) il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre Publique de Retrait susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'Offre Publique de Retrait et que (iv) l'Initiateur a l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à la suite de l'Offre Publique de Retrait, l'Offre Publique de Retrait requiert la désignation d'un expert indépendant.

Une fois informé de l'intention de l'Initiateur d'étudier l'opportunité de déposer une éventuelle offre publique de retrait, le Conseil d'Administration a mis en place, le 11 mars 2025, un comité *ad hoc* chargé

⁴ 18.983 Actions et droits de vote sont assimilés à la participation de l'Initiateur (en application de l'article L. 233-9 du Code de commerce) en raison d'un engagement irrévocable d'un actionnaire d'apporter ces Actions à l'Initiateur.

⁵ Sur la base d'un capital composé, en date du 31 mai 2025, de 100.703.744 Actions et d'un nombre total de 102.010.855 droits de vote théoriques et réels.

de proposer au Conseil d'Administration la désignation d'un expert indépendant, superviser le suivi de ses travaux et préparer un projet d'avis motivé, conformément à la réglementation en vigueur (le « **Comité Ad Hoc** »). Ce Comité Ad Hoc est composé de Madame Orla Noonan, Madame Cécile Frot-Coutaz et Madame Anne France Laclide-Drouin, toutes trois administratrices indépendantes.

Les membres du Comité Ad Hoc ont étudié les profils de plusieurs experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, en tenant compte notamment (i) de l'absence de liens présents ou passés avec la Société ou l'Initiateur, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires, (iii) de leur proposition financière et (iv) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts.

Après avoir écarté trois experts potentiels parmi les plus reconnus du marché pour des questions de conflits d'intérêts potentiels ou avérés avec la Société ou l'Initiateur, et après s'être entretenus avec les équipes du Cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier (« **Finexsi** »), les membres du Comité Ad Hoc ont décidé, lors de leur réunion du 12 mars 2025, de proposer au Conseil d'Administration la désignation du cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier, représenté par Monsieur Olivier Péronnet, en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux dispositions des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4° et II et 262-1 du Règlement général de l'AMF et dans les conditions précisées à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante (l'« **Expert Indépendant** »). Cette recommandation reposait notamment sur le niveau de qualification de Finexsi, l'intervention de ce cabinet sur de nombreuses opérations de place complexes, son indépendance et sa réputation.

Le cabinet Finexsi, par l'intermédiaire de Monsieur Olivier Péronnet, a fait savoir qu'il acceptait cette nomination en qualité d'Expert Indépendant et a confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée.

Le 13 mars 2025, le Conseil d'Administration, sur recommandation du Comité Ad Hoc, a désigné le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Péronnet, en qualité d'Expert Indépendant, afin d'établir notamment un rapport sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait. La lettre de mission du cabinet Finexsi est annexée au rapport de l'Expert Indépendant.

III. Suivi des travaux de l'Expert Indépendant par le Comité Ad Hoc

Le Comité Ad Hoc s'est réuni à de nombreuses reprises depuis qu'il a été informé de l'intention de l'Initiateur de déposer l'Offre Publique de Retrait, la plupart du temps en présence de l'Expert Indépendant afin de suivre les travaux de ce dernier.

En particulier, le Comité Ad Hoc s'est réuni, en présence des conseils juridiques de la Société :

- les 11 et 12 mars 2025, afin d'étudier les profils d'experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, rencontrer les équipes de Finexsi, étudier la proposition faite par un autre expert potentiel, et émettre une recommandation au Conseil d'Administration sur le choix de l'Expert Indépendant ;
- le 28 mars 2025, en présence de l'Expert Indépendant, afin de faire un premier point d'étape sur l'avancée des travaux de ce dernier depuis sa désignation et discuter des méthodes d'évaluation financières privilégiées ;
- les 4 et 7 avril 2025, en présence de l'Expert Indépendant, afin d'échanger sur les premiers travaux de valorisation ;

- le 15 avril 2025, en présence puis en l’absence de l’Expert Indépendant, afin d’échanger sur les travaux de valorisation et l’analyse préliminaire de l’Expert sur les accords connexes, notamment le mécanisme d’intéressement qui serait mis en place par l’Initiateur postérieurement à l’Offre Publique de Retrait ;
- le 5 mai 2025, en présence de l’Expert Indépendant, afin de faire un point sur l’analyse à date de l’Expert Indépendant et d’échanger sur les courriers d’actionnaires minoritaires reçus par l’Expert ;
- le 20 mai 2025, en présence de l’Expert Indépendant, afin de prendre connaissance des échanges qui ont eu lieu avec les banques présentatrices et la Société à la suite des courriers reçus par des actionnaires minoritaires, des réunions qui se sont tenues entre l’un des actionnaires minoritaires et l’Expert Indépendant, et des travaux de l’Expert Indépendant sur la valorisation notamment s’agissant de l’impact du M&A sur la croissance passée et future de la Société ;
- le 25 mai 2025, hors la présence de l’Expert Indépendant, afin d’échanger notamment sur les méthodes et hypothèses retenues par l’Expert Indépendant dans ses travaux de valorisation ;
- le 26 mai 2025, en la présence puis en l’absence de l’Expert Indépendant, afin d’échanger sur la méthodologie et les résultats des travaux de valorisation ;
- le 2 juin 2025, en la présence de l’Expert Indépendant, afin d’échanger sur les travaux de valorisation ;
- le 4 juin 2025, après réception du rapport de l’Expert Indépendant, en présence de l’Expert Indépendant et en amont du Conseil d’Administration chargé de rendre son avis motivé sur l’Offre Publique de Retrait, afin de prendre connaissance des conclusions définitives de l’Expert Indépendant et de finaliser les termes de sa proposition d’avis motivé au Conseil d’Administration.

Tout au long de cette période, le Comité Ad Hoc s’est assuré que l’Expert Indépendant avait eu en sa possession l’ensemble des informations que ce dernier a estimées nécessaires pour l’exécution de sa mission, et qu’il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes, notamment au regard du temps nécessaire à l’étude de l’Offre Publique de Retrait. L’Expert Indépendant a ainsi pu échanger avec la direction de la Société à plusieurs reprises ainsi qu’avec les Etablissements Présentateurs.

Le Comité Ad Hoc indique ne pas avoir connaissance d’éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l’Expert Indépendant.

Il est précisé que la Société a communiqué à l’Expert Indépendant un certain nombre de documents d’ordre financier ou juridique, décrits plus amplement dans son rapport.

L’Expert Indépendant a notamment revu le plan d’affaires 2025-2030 préparé par la direction de la Société et approuvé le 13 mars 2025 par le Conseil d’Administration à l’unanimité de ses membres (le « **Plan d’Affaires** »). Ce Plan d’Affaires constitue, à la connaissance du Comité Ad Hoc, les données prévisionnelles les plus pertinentes établies par la Société.

En outre, le Comité Ad Hoc a été informé de la réception par l’Expert Indépendant de courriers de la part de six actionnaires (dont 3 actionnaires ayant contacté anonymement l’AMF en envoyant le même courrier) concernant l’Offre Publique de Retrait, notamment s’agissant de ses conditions financières.

Ces remarques ont été considérées par l'Expert, qui a notamment rencontré à plusieurs reprises l'un de ces actionnaires minoritaires.

IV. Travaux de l'Expert Indépendant et conclusions de son rapport

À l'issue des échanges entre le Comité Ad Hoc et l'Expert Indépendant, tels que détaillés ci-dessus, l'Expert Indépendant a remis son rapport au Conseil d'Administration le 4 juin 2025.

L'Expert Indépendant, en la personne d'Olivier Péronnet, a présenté les conclusions de son rapport. Ces conclusions peuvent être résumées comme suit, sachant que l'Expert Indépendant renvoie à l'intégralité de son rapport (qui seul fait foi), le résumé n'étant présenté que pour des considérations pratiques :

« La présente Offre Publique de Retrait au prix de 17,20€ par action sera suivie d'un Retrait Obligatoire, avec une indemnité égale au prix de l'Offre.

Nous considérons l'approche DCF comme la plus appropriée pour estimer la valeur intrinsèque de l'action Believe. Le prix d'Offre extériorise une prime de +5,8% par rapport à la valeur centrale issue de cette méthode, fondée sur le plan d'affaires du Management qui apparaît volontariste, dans la mesure où il intègre de fortes perspectives de développement et de rentabilité, soutenues par une stratégie de croissance externe qui comporte de nombreuses incertitudes, notamment sur les multiples payés et sur les risques d'exécution en termes de calendrier et d'intégration.

La fourchette de valorisation du DCF est corroborée par le résultat des méthodes analogiques des comparables boursiers ainsi que des transactions comparables, mises en œuvre à titre secondaire en raison principalement d'échantillons restreints dont la comparabilité avec la Société est limitée. Sur ces critères, le prix d'Offre fait ressortir des primes comprises entre +9,7% et +48,0% sur la base des multiples d'EBITDA - CAPEX des comparables boursiers, et des primes comprises entre +17,4% et +19,8% sur la base des multiples d'EBITDA extériorisés par les transactions comparables.

Le prix d'Offre fait ressortir des primes comprises entre +13,8% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre et +16,3% par rapport au cours de bourse moyen 60 jours, étant précisé que cette référence est présentée à titre secondaire, uniquement dans le contexte de Retrait Obligatoire de la présente Offre et compte tenu de la liquidité et la rotation du flottant très limités à la suite de l'Acquisition des Blocs et de l'OPAS de 2024.

Il est à noter que nous n'avons pas retenu, dans nos analyses, de provision au titre de la plainte pour violation des droits d'auteur pour 500 M\$ déposée par UMG Recordings, Inc., Capitol Records, LLC, Capital CMG, Inc., ABKCO Music & Records, Inc., et Concord Music Group, Inc, ce qui est favorable à l'actionnaire minoritaire.

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le mécanisme d'intéressement et (ii) le traité d'apport en nature, n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, à la date de notre rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 17,20€ par action Believe proposé dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Believe, y compris en cas de mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire ».

V. Principales observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions prévues par la réglementation boursière

L'Expert Indépendant a reçu des observations de la part de six actionnaires (dont trois actionnaires ayant contacté anonymement l'AMF en envoyant le même courrier).

Les principales observations portaient notamment sur (i) la revue à la baisse du Plan d'Affaires 2025, (ii) la valeur intrinsèque et le potentiel de croissance de la Société, (iii) les autres éléments du *Free-Cash Flow* à prendre en compte notamment le BFR, (iv) le taux d'actualisation retenu dans le DCF, (v) la pertinence des comparables boursiers retenus par les Etablissements Présentateurs, (vi) l'évolution des fondamentaux de la Société depuis l'IPO et (vii) l'évolution de la Société depuis l'OPAS de 2024.

Les courriers ont été partagés avec le Comité Ad Hoc, qui a veillé à ce que les observations des actionnaires minoritaires soient prises en compte par l'Expert Indépendant.

L'Expert Indépendant a rencontré à plusieurs reprises l'un de ces actionnaires ayant adressé des observations, et a sollicité l'Initiateur, les Etablissements Présentateurs, ainsi que la direction de la Société pour obtenir de leur part les commentaires qu'appelaient les arguments soulevés dans les courriers.

La section 10 du rapport de L'Expert Indépendant traite en détail des observations soulevées par ces actionnaires minoritaires.

VI. Recommandations du Comité Ad Hoc

Le 4 juin 2025, le Comité Ad Hoc s'est réuni et a finalisé sa recommandation au Conseil d'Administration au regard (i) du rapport de l'Expert Indépendant, (ii) du Projet de Note d'Information initial déposé le 16 avril 2025 par l'Initiateur, et (iii) du Projet de Note d'Information modifié, notamment des intentions et motifs qui y sont exprimés.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre Publique de Retrait pour la Société

Le Comité Ad Hoc constate que l'Initiateur, qui détient d'ores et déjà le contrôle de la Société, entend poursuivre la stratégie actuellement mise en œuvre au sein de la Société et de son Groupe.

Le Comité Ad Hoc note que les intentions de l'Initiateur sont décrites au paragraphe 1.2.1 du Projet de Note d'Information. Il y est notamment précisé que « *l'Initiateur a l'intention de maintenir l'intégrité du Groupe, avec le soutien de l'équipe de direction actuelle, poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société et n'entend pas modifier le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité* ».

Le Comité Ad Hoc note que l'Initiateur indique que le retrait de la cote de la Société éliminera certaines contraintes réglementaires et législatives, telles que les obligations de communication financière, ainsi que les coûts associés à la cotation sur Euronext Paris, et ce dans un contexte où le flottant est très limité.

Le Comité Ad Hoc note que l'Initiateur, étant une société holding et ne détenant aucune participation dans d'autres sociétés, n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société après la réalisation de l'Offre Publique de Retrait.

Le Comité Ad Hoc note également que l'Initiateur a l'intention de maintenir sur les douze prochains mois une politique de dividendes conforme à celle adoptée au cours des trois précédents exercices, c'est-à-dire ne pas verser de dividendes.

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité Ad Hoc confirme l'intérêt de l'Offre Publique de Retrait pour la Société.

S'agissant du Prix Relevé et de l'intérêt de l'Offre Publique de Retrait pour les actionnaires de la Société

Le Comité Ad Hoc constate que l'Initiateur offre aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait permet aux actionnaires d'obtenir un prix de dix-sept euros et vingt centimes (17,20 €) par Action. Le Comité Ad Hoc note que, quel que soit le taux d'apport à l'Offre, eu égard au fait que l'Initiateur détient déjà plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, tous les actionnaires, qu'ils aient apporté leurs actions ou non, les verront transférées à l'Initiateur (que ce soit à raison de leur apport ou de la procédure de retrait obligatoire).

Le Comité Ad Hoc a pris connaissance des éléments d'appréciation du Prix Relevé établis par les Établissements Présentateurs dans leur projet de rapport révisé, ainsi que du rapport de l'Expert Indépendant qui conclut sur le caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre Publique de Retrait en ce compris dans le cadre d'un retrait obligatoire.

Le Comité Ad Hoc relève notamment que, selon le rapport de l'Expert Indépendant, le prix d'Offre de 17,20 € fait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des valeurs résultant des travaux de l'Expert (quelle que soit la méthode de valorisation retenue).

En particulier, le Prix Relevé ressort au-dessus de la borne haute de la fourchette de valorisation issue de la méthode par actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) avec prise en compte de la croissance externe, qui est comprise entre 15,43€ et 17,14€ par Action avec une valeur centrale à 16,26€. L'analyse DCF est basée sur le Plan d'Affaires 2025 jugé volontariste par l'Expert, notamment en ce qu'il intègre des hypothèses de croissance externe. L'Expert n'a pas retenu de prime de risque spécifique liées aux risques d'exécution des opérations M&A, ce qui est une hypothèse favorable à l'actionnaire.

Concernant les autres méthodes (jugées secondaires par l'Expert), le Comité Ad Hoc relève que le rapport de l'Expert Indépendant extériorise les valeurs suivantes sur les critères retenus autres que le cours de bourse et l'analyse « discounted cash flow » :

- une prime de +14,7% sur le prix d'acquisition des blocs et l'OPAS de 2024
- des primes comprises entre +9,7% et +48,0% sur la base des multiples d'EBITDA - CAPEX des comparables boursiers,
- des primes comprises entre +17,4% et +19,8% sur la base des multiples d'EBITDA extériorisés par les transactions comparables.

Le Comité Ad Hoc constate qu'aux termes du rapport établi par l'Expert Indépendant et de l'analyse multicritères suivie par ce dernier, les conditions proposées dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

Le Comité Ad Hoc note également que l'Expert Indépendant a été saisi de lettres ou courriels d'actionnaires minoritaires au sujet de l'Offre Initiale, comme cela est détaillé ci-avant. Le Comité Ad Hoc a pris connaissance de ces correspondances et a veillé à ce qu'elles fassent l'objet d'une revue particulière par l'Expert Indépendant qui a notamment discuté à plusieurs reprises avec la direction de la Société, l'Initiateur, et les Etablissements Présentateurs. Les réponses de l'Expert apportées aux observations de ces actionnaires minoritaires figure dans la partie 10 de son rapport.

Le Comité Ad Hoc relève que l'Expert Indépendant a également revu (i) le Traité d'Apport conclu entre l'Initiateur et un dirigeant du Groupe ainsi que son projet d'avenant et (ii) les principaux termes du mécanisme d'intéressement qui sera mis en place au niveau de l'Initiateur, et a conclu que l'analyse de ces accords connexes n'avait pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

Le Comité Ad Hoc constate par conséquent que l'Offre Publique de Retrait est dans l'intérêt des actionnaires minoritaires en organisant l'achat de l'ensemble de leurs actions à un prix considérées comme équitables par l'Expert Indépendant dans le cadre d'une procédure de retrait obligatoire, externalisant des primes sur l'ensemble des méthodes pertinentes, de surcroît compte tenu de la liquidité réduite du titre.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre Publique de Retrait pour les salariés

Le Comité Ad Hoc constate que l'Offre Publique de Retrait s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, et n'aura pas en elle-même d'impact négatif significatif en matière d'emploi au sein de la Société.

L'Initiateur a en effet indiqué dans son Projet de Note d'Information (paragraphe 1.2.2) que « *L'Offre [Publique de Retrait] ne devrait donc pas en elle-même entraîner d'incidence particulière sur les effectifs de la Société ou sa politique salariale et de gestion des ressources humaines. L'Initiateur compte s'appuyer sur les équipes de direction en place pour poursuivre la stratégie de la Société.* »

Il est précisé que le comité social et économique de la Société a été informé de l'Offre Publique de Retrait conformément aux dispositions légales, et qu'une réunion d'information s'est tenue le 30 avril 2025.

Le Comité Ad Hoc considère que l'Offre Publique de Retrait telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence spécifique en matière d'emploi.

Au terme de sa mission, connaissance prise du rapport de l'Expert Indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité Ad Hoc, à l'unanimité de ses membres :

- **relève que les termes financiers de l'Offre Publique de Retrait, à savoir le Prix Relevé, sont équitables pour les actionnaires ;**
- **présente au Conseil d'Administration le projet d'avis motivé ;**
- **recommande au Conseil d'Administration de la Société de conclure que l'Offre Publique de Retrait est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs titres à l'Offre Publique de Retrait.**

Cette présentation terminée, la Présidente du Comité Ad Hoc présente et soumet au Conseil d'Administration le Projet de Note en Réponse établi par la Société et destiné à être déposé auprès de l'AMF dans les jours à venir.

VII. Avis motivé du Conseil d'Administration

Après discussion sur le projet d'Offre Publique de Retrait, au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par les Etablissements Présentateurs, (iii) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait, (iv) des conclusions des travaux de revue du Comité Ad Hoc, le Conseil d'Administration, à l'unanimité de ses membres votants (étant précisé que les administrateurs liés à l'Initiateur n'ont pas pris part aux échanges ni au vote) :

- **prend acte** :
 - des termes de l'Offre Publique de Retrait et des éléments d'appréciation du Prix Relevé figurant dans le Projet de Note d'Information ;
 - des motifs et intentions exprimés par l'Initiateur tels que figurant dans le Projet de Note d'Information, en particulier du fait que l'Initiateur mettra en œuvre une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre Publique de Retrait ;
 - des travaux et recommandations du Comité Ad Hoc et de l'avis favorable unanime de ce dernier sur l'Offre Publique de Retrait ;
 - des conclusions de l'Expert Indépendant qui, après avoir procédé à une approche multicritère en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre Publique de Retrait d'un point de vue financier pour les actionnaires en ce compris dans le cadre d'un retrait obligatoire ;
 - **approuve et adopte**, sans y apporter aucune modification, le projet d'avis motivé proposé par le Comité Ad Hoc ;
 - **considère** en conséquence, que l'Offre Publique de Retrait telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts :
 - de la Société, notamment dans la mesure où la Société est d'ores et déjà contrôlée par l'Initiateur, ce dernier n'entend pas modifier la stratégie de la Société et entend soutenir le développement de ses activités ;
 - de ses actionnaires, puisque le Prix Relevé par l'Initiateur est considéré comme équitable par l'Expert Indépendant ;
 - de ses salariés, puisque l'Offre Publique de Retrait ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur les effectifs de la Société, la politique salariale et de gestion des ressources humaines.
 - **recommande** aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait, étant noté en tout état de cause que l'Offre Publique de Retrait sera suivie d'un retrait obligatoire ;
 - **approuve** le Projet de Note en Réponse de la Société ;
- et en conséquence de ce qui précède,

- **donne tous pouvoirs** au Président Directeur Général, à l’effet de finaliser, amender et permettre le dépôt, au nom et pour le compte de la Société, du Projet de Note en Réponse, ainsi que du document « *Autres informations* » relatif aux autres informations notamment juridiques, financières et comptables de la Société, et tout autre document utile ou nécessaire à l’Offre Publique de Retrait, et plus généralement prendre toute décision, effectuer tout acte ou signer tout document nécessaire à l’Offre Publique de Retrait et sa mise en œuvre.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION

Lors de la réunion du Conseil d’administration du 4 juin 2025 rendant son avis motivé sur l’Offre :

- Madame Anne-France Laclide-Drouin, administratrice indépendante, a fait savoir qu’elle avait l’intention d’apporter à l’Offre Publique de Retrait les 200 Actions qu’elle détient ;
- Madame Orla Noonan, administratrice indépendante, a fait savoir qu’elle avait l’intention d’apporter à l’Offre Publique de Retrait les 5.000 Actions qu’elle détient⁶;
- Monsieur Denis Ladegaillerie, Madame Cécile Frot Coutaz, Monsieur John Doran et Monsieur Andrew Fisher, ont fait savoir qu’ils ne détenaient aucune Action à titre personnel⁷.

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

A la date de la Note en Réponse, la Société ne détient aucune Action en propre.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L’APPRÉCIATION OU L’ISSUE DE L’OFFRE

À l’exception des accords décrits ci-après, la Société n’a pas connaissance d’accords conclus par les personnes concernées par l’Offre ou par ses propres actionnaires susceptibles d’avoir une incidence significative sur l’appréciation de l’Offre ou son issue.

6.1. Mécanisme d’Intéressement

Comme indiqué à la Section 1.3.1 de la Note d’Information, l’Initiateur entend mettre en place, au niveau d’Upbeat BidCo, un plan d’investissement au bénéfice de certains dirigeants, cadres et salariés actuels et futurs du Groupe (les « **Bénéficiaires du Plan** »), à l’issue du Retrait Obligatoire (le « **Plan** »). Le Plan comprendrait :

- (i) le réinvestissement des Actions détenues par l’Apporteur via l’Apport ;
- (ii) une attribution gratuite d’actions ordinaires d’Upbeat BidCo, suivant le régime légal prévu aux articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce, au bénéfice de certains dirigeants et salariés du Groupe ;
- (iii) une attribution gratuite d’actions de préférence d’Upbeat BidCo, suivant le régime légal prévu aux articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce, au bénéfice de

⁶ Les 5.000 Actions sont détenues par la société Knightly Investments dont le capital social est entièrement détenu par Madame Orla Noonan.

⁷ Le Conseil d’administration a suspendu, le 13 mars 2025, l’obligation pour les administrateurs de détenir des Actions de la Société prévue dans le Règlement Intérieur.

certain salariés et membres de l'équipe de direction présente et future du Groupe. Le rendement financier de ces actions de préférence sera fonction du prix qui serait retenu dans le cadre d'une « sortie »⁸.

Les titres détenus par les Bénéficiaires du Plan seraient soumis à (i) une obligation de cession conjointe en cas de vente approuvée par EQT et TCV, ou selon le cas, par EQT ou TCV, sous réserve que certaines conditions financières soient remplies, selon le moment de la sortie et (ii) un droit de sortie conjointe (x) proportionnel en cas de transfert de titres de l'Initiateur n'entraînant pas de changement de contrôle ou (y) total en cas de transfert de titres de l'Initiateur entraînant un changement de contrôle.

Upbeat MidCo bénéficiera d'une option d'achat sur les titres d'Upbeat BidCo détenus par les Bénéficiaires du Plan, exerçable dans certains cas spécifiques (notamment cessation par le Bénéficiaire du Plan de ses fonctions au sein du Groupe) étant précisé que TCV, EQT et/ou Upbeat BidCo pourront se substituer à Upbeat MidCo dans l'exercice de son option d'achat.

L'option d'achat s'exercera dans certaines conditions, à un prix d'exercice égal :

- Pour les actions ordinaires :
 - o Avant le 31 décembre 2026 : la valeur la plus élevée entre (i) la valeur de marché et (ii) le prix de souscription/d'acquisition ;
 - o À partir du 1^{er} janvier 2027 : la valeur de marché ;
- Pour les actions de préférence :
 - o Avant le deuxième (2^{ème}) anniversaire de la date de réalisation du Retrait Obligatoire (exclu) : N/A, car les actions gratuites n'auront pas encore été acquises.
 - o À partir du deuxième (2^{ème}) anniversaire de la date de réalisation du Retrait Obligatoire : 70% de leur valeur de marché à la date de l'événement déclencheur.

La valeur de marché est définie comme la plus faible des valeurs entre (i) la valeur déterminée sur la base du multiple d'EBITDA - CAPEX moyen observé sur les comparables boursiers (Warner Music Group & Universal Music Group) à la date l'événement déclencheur et (ii) la valeur déterminée sur la base du multiple de marge nette observé à l'entrée.

Upbeat BidCo consentira une option de vente au même prix sur les titres d'Upbeat BidCo détenus par les Bénéficiaires du Plan qui sera exerçable uniquement en cas de décès ou invalidité permanente du Bénéficiaire du Plan concerné.

Le Plan ne contient aucune clause pouvant s'interpréter comme un complément de prix.

Il est précisé qu'en cas de signature d'un accord engageant relatif à une sortie dans les six mois suivant l'exercice de l'option d'achat ou de vente, le prix de l'option d'achat sera augmenté pour être égal au prix des titres d'Upbeat BidCo qui aura été retenu dans le cadre de cette opération.

6.2. Traité d'Apport

Comme indiqué à la Section 1.3.2 de la Note d'Information, un dirigeant du Groupe (l'« **Apporteur** ») s'est engagé à apporter en nature 18.983 Actions (représentant environ 0,02% du capital et autant de

⁸ Comme il est d'usage, la notion de « sortie » est définie de façon large et vise tout type d'opération, y compris le transfert de 100% des titres, la liquidation, le changement de contrôle ou l'introduction en bourse.

droits de vote théoriques de la Société) (les « **Actions Apportées** ») à l'Initiateur à un prix égal au Prix d'Offre Relevé (l' « **Apport** ») conformément aux termes d'un traité d'apport en date du 15 avril 2025, amendé avec le Prix d'Offre Relevé en date du 4 juin 2025 (le « **Traité d'Apport** »).

Le Traité d'Apport prévoit que l'Apport sera réalisé au Prix d'Offre Relevé et rémunéré par des actions ordinaires émises par l'Initiateur valorisées par transparence avec le Prix d'Offre Relevé. Le Traité d'Apport prévoit également que l'Apport sera réalisé à la date de l'approbation de l'Apport et de l'augmentation de capital en résultant par les associés de l'Initiateur, et au plus tard le 30 septembre 2025.

6.3. Autres accords dont la Société a connaissance

A l'exception des accords décrits au sein de cette Section 6 de la Note en Réponse et de la Section 1.3 de la Note d'Information, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. Structure et répartition du capital de la Société

À la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 503.518,72 euros, divisé en 100.703.744 Actions d'une valeur nominale de 0,005 euro chacune, réparties de la manière suivante :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Upbeat BidCo (<i>détention effective</i>)	97.233.232	96,55%	97.233.232	95,32%
Upbeat BidCo (<i>détention par assimilation au sens de l'article L. 233-9 du Code de commerce</i>)	18.983	0,02%	18.983	0,02%
Total Upbeat BidCo	97.252.215	96,57%	97.252.215	95,34%
Flottant	3.451.529	3,43%	4.758.640	4,66%
Total	100.703.744	100,00%	102.010.855⁹	100,00%

7.2. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance à ce jour d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des Actions et à l'exercice des droits de vote de la Société, mis à part le Traité d'Apport susvisé, étant rappelé qu'un pacte d'actionnaires a été conclu entre les actionnaires directs et indirects de l'Initiateur (le « **Pacte d'Actionnaires Bidco** ») définissant les règles de gouvernance de l'Initiateur et indirectement de la Société ainsi que les règles relatives au transfert des titres de l'Initiateur, tel que plus

⁹ Sur la base du nombre de droits de vote théoriques au 30 juin 2025.

amplement décrit à l'article 4.2.3 du Document d'Enregistrement Universel 2024 de la Société, publié sur son site institutionnel.

7.3. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

7.3.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Restrictions aux transferts d'Actions

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société en date du 5 mai 2025 (les « Statuts »), les Actions ordinaires sont librement négociables, sauf dispositions législatives ou réglementaires contraires.

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Conformément à l'article 14 des Statuts, tant que les Actions de la Société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, outre les déclarations de franchissement de seuils expressément prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur, toute personne physique ou morale qui vient à posséder directement ou indirectement, seule ou de concert, une fraction du capital ou des droits de vote (calculée conformément aux dispositions des articles L. 233-7 et L. 233-9 du Code de commerce et aux dispositions du règlement général de l'AMF) égale ou supérieure à 1% du capital ou des droits de vote, ou tout multiple de ce pourcentage, y compris au-delà des seuils prévus par les dispositions légales et réglementaires, doit notifier à la Société, le nombre total (i) des Actions et des droits de vote qu'elle possède, directement ou indirectement, seule ou de concert, (ii) des titres donnant accès à terme au capital de la Société qu'elle possède, directement ou indirectement, seule ou de concert et des droits de vote qui y sont potentiellement attachés, et (iii) des Actions déjà émises que cette personne peut acquérir en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier. Cette notification doit intervenir, par lettre recommandée avec accusé de réception, dans un délai de quatre jours de bourse à compter du franchissement de seuil concerné.

L'obligation d'informer la Société s'applique également, dans les mêmes délais et selon les mêmes conditions, lorsque la participation de l'actionnaire en capital, ou en droits de vote, devient inférieure à l'un des seuils susmentionnés.

En cas de non-respect de l'obligation de déclaration de franchissement de seuils susvisée et à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 3% du capital ou des droits de vote, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

Il est précisé que la Société se réserve la faculté de porter à la connaissance du public et des actionnaires soit les informations qui lui auront été notifiées, soit le non-respect de l'obligation susvisée par la personne concernée.

Droit de vote double

En application des dispositions de l'article 11 des Statuts, un droit de vote double s'applique de plein droit aux Actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire en application de l'article L. 225-123 du Code de commerce.

Les Statuts précisent que, conformément aux dispositions de l'article L. 225-123 du Code de commerce, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double est conféré, dès leur émission, aux Actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

7.3.2. Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société, portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

A la connaissance de la Société, il n'existe aucune convention en vigueur prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société, portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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

À la date de la Note en Réponse, et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 de la Note en Réponse.

Durant les quinze (15) derniers mois, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils légaux suivantes :

- aux termes de la déclaration de franchissement de seuils en date du 26 avril 2024, Upbeat Bidco a informé l'AMF qu'à la suite d'acquisitions et d'apports sa participation dans la Société a franchi à la hausse, à titre individuel et de concert, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société ;
- aux termes de la déclaration de franchissement de seuils en date du 30 avril 2024, Ventech agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a informé l'AMF qu'à la suite de la cession de ses actions Believe à Upbeat Bidco, sa participation dans la Société a franchi à la baisse, à titre individuel, les seuils de 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société, étant précisé qu'à la suite la cession de ses actions Believe à Upbeat Bidco, cette dernière ne détient plus directement aucune action de la Société ;
- aux termes de la déclaration de franchissement de seuil en date du 30 avril 2024, Siparex XAnge Venture agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a informé l'AMF qu'à la suite de la cession de ses actions Believe à Upbeat Bidco, sa participation a franchi à la baisse, à titre individuel, le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société, étant précisé qu'à la suite de la cession de ses actions Believe à Upbeat Bidco, cette dernière ne détient plus directement aucune action de la Société ;
- aux termes de la déclaration de franchissement de seuil en date du 2 mai 2024, la Caisse des dépôts et consignations (CDC) a informé l'AMF avoir franchi en hausse, indirectement par l'intermédiaire des sociétés Bpifrance Participations, CDC Croissance et CDC Tech Premium, le seuil de 5% des droits de vote de la Société, étant précisé que ce franchissement à la hausse résulte de la diminution du nombre de droits de vote de la Société ;
- aux termes de la déclaration de franchissement de seuils en date du 2 mai 2024, le Fonds Stratégique de Participations, société d'investissement professionnelle spécialisée à

compartiments, a informé l'AMF avoir franchi en hausse le seuil de 5% des droits de vote de la Société, étant précisé que ce franchissement à la hausse résulte de la diminution du nombre de droits de vote de la Société ;

- aux termes de la déclaration de franchissement de seuils en date du 13 juin 2024, le Fonds Stratégique de Participations, société d'investissement professionnelle spécialisée à compartiments, a informé l'AMF avoir franchi à la baisse le seuil de 5% des droits de vote de la Société et ne détenir plus aucune action Believe, étant précisé que ce franchissement de seuil résulte de la cession sur le marché de la totalité de ses actions Believe détenues dans le cadre de l'OPAS ;
- aux termes de la déclaration de franchissement de seuil en date du 18 juin 2024, la Caisse des dépôts et consignations (CDC) a informé l'AMF avoir franchi à la baisse, indirectement par l'intermédiaire des sociétés Bpifrance Participations, CDC Croissance et CDC Tech Premium, le seuil de 5% des droits de vote de la Société, étant précisé que ce franchissement de seuil résulte de l'apport par la société CDC Tech Premium de l'intégralité de ses actions Believe détenues dans le cadre de l'OPAS ;
- aux termes de la déclaration de franchissement de seuils en date du 1^{er} juillet 2024, Monsieur Denis Ladegaillerie a informé l'AMF du franchissement à la baisse, à titre individuel, les seuils de 15% des droits de vote, et les seuils de 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne détenir plus aucune action Believe, étant précisé que ces franchissements de seuils résultent de l'apport en nature au profit de l'Initiateur en exécution d'un accord conclu en date du 11 février 2024 ;
- aux termes de la déclaration de franchissement de seuils en date du 1^{er} juillet 2024, l'Initiateur a informé l'AMF du franchissement à la hausse, le 24 juin 2024, le seuil de 90% du capital et des droits de vote, et le 25 juin 2024, le seuil de 95% du capital de la Société, étant précisé que ces franchissements de seuils résultent de l'acquisition par l'Initiateur d'actions Believe dans le cadre de l'OPAS, d'acquisitions sur le marché ainsi que de l'apport des actions de Monsieur Denis Ladegaillerie ;
- aux termes de la déclaration de franchissement de seuils en date du 4 octobre 2024, l'Initiateur a informé l'AMF du franchissement à la hausse le seuil de 95% des droits de vote de la Société, étant précisé que ce franchissement de seuil résulte de l'acquisition par l'Initiateur d'actions Believe sur le marché.

7.5. Liste des détenteurs de tout titre Believe comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

A la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits à la Section 7.3.1 de la Note en Réponse.

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

Il n'existe pas de mécanisme de contrôle prévu par un système d'actionnariat du personnel.

7.7. Rappel des règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des Statuts de la Société

7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 15 des Statuts et à l'article L. 225-17 du Code de commerce, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) au plus.

Conformément aux articles L. 225-18 et L. 225-24 du Code de commerce, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire, sauf la faculté pour le Conseil d'administration, en cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, de procéder par cooptation, entre deux assemblées générales, à la nomination de leurs remplaçants, chacun pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur, sous réserve de ratification par la plus prochaine assemblée générale. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le Conseil d'administration n'en demeurent pas moins valables. Tout administrateur nommé en remplacement d'un autre administrateur ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Toutefois, lorsque le nombre des administrateurs en fonction est devenu inférieur au minimum légal, le Conseil d'administration ou, à défaut, les commissaires aux comptes, doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire des actionnaires en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration, en vertu de l'article L. 225-24 du Code de commerce.

Conformément à l'article 15.3 des Statuts, les administrateurs ne doivent pas être âgés de plus de 75 ans. Si un administrateur vient à dépasser cet âge en cours de mandat, il sera réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'assemblée générale la plus proche. Par ailleurs, le nombre d'administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne pourra être supérieur au tiers des administrateurs en fonctions. Lorsque cette limite est dépassée, l'administrateur le plus âgé sera réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'assemblée générale la plus proche.

Conformément à l'article 15.3 des Statuts, les administrateurs sont nommés pour une durée de quatre (4) ans. Par exception, l'assemblée générale peut, pour la mise en place ou le maintien d'un principe de renouvellement échelonné du Conseil d'administration, désigner un ou plusieurs administrateurs pour une durée différente n'excédant pas quatre (4) ans ou réduire la durée des mandats d'un ou plusieurs administrateurs en fonction à une durée inférieure à quatre (4) ans. Les fonctions de tout administrateur ainsi nommé ou dont la durée du mandat serait modifiée pour une durée n'excédant pas quatre (4) ans prendront fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Les administrateurs sont rééligibles dans les conditions légales et peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Conformément à l'article 15.1 des Statuts, le Conseil d'administration peut nommer jusqu'à deux (2) censeurs aux fins de l'assister. Ils sont convoqués aux réunions du Conseil d'administration et prennent part aux délibérations avec voix consultative. Les censeurs sont des personnes physiques ou morales, choisis ou non parmi les actionnaires. Ils sont nommés pour une durée maximale de quatre (4) ans. Ils sont rééligibles. Le Conseil d'administration peut à tout moment les révoquer.

Le Conseil d'administration élit, parmi ses membres personnes physiques, un président. Le président est nommé pour la durée de son mandat d'administrateur. Il est rééligible. Le président du Conseil d'administration ne doit pas être âgé de plus de 75 ans. S'il vient à dépasser cet âge, il est réputé démissionnaire d'office.

Le Pacte d'Actionnaires Bidco prévoit un certain nombre de règles quant à la composition du Conseil d'administration de la Société tant que cette dernière est cotée sur un marché réglementé⁵. Le Conseil d'administration est actuellement composé des membres tel qu'indiqué à la Section 3 de la Note en Réponse.

Il est rappelé que l'Initiateur a indiqué qu'il envisageait, après la mise en œuvre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, que la Société soit, dans un souci de simplification, transformée en une société par actions simplifiée, sans préjudice des droits des instances représentatives du personnel qui seraient consultées sur le sujet. Dans ce contexte, la gouvernance de la Société pourrait être modifiée afin qu'elle corresponde davantage à celle d'une société non cotée.

Par ailleurs, il est précisé que le règlement intérieur du Conseil d'administration prévoit que chaque membre du Conseil d'administration doit détenir au moins 100 Actions pendant toute la durée de son mandat, à l'exception des administrateurs représentant les salariés du Groupe ni, sur décision du Conseil d'administration, aux administrateurs représentant des actionnaires dont les procédures internes interdisent la détention directe d'actions par leurs représentants. Lors de sa séance du 13 mars 2025, le Conseil d'administration a suspendu cette obligation.

7.7.2. Règles applicables à la modification des Statuts

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les Statuts. Néanmoins, l'assemblée générale extraordinaire ne peut augmenter les engagements des actionnaires qu'à l'unanimité des actionnaires.

L'assemblée générale extraordinaire réunie sur première convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le quart des Actions ayant le droit de vote.

L'assemblée générale extraordinaire réunie sur deuxième convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des Actions ayant le droit de vote.

Les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés. Les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux Actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

7.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

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

⁵ Pour davantage de détails, se référer à la section 4.2.3 du Document d'Enregistrement Universel 2024 de la Société, publié sur son site institutionnel.

Les missions et attributions du Conseil d'administration sont décrits à l'article 3 du règlement intérieur du Conseil d'administration.

Dans le cadre de son organisation interne, le Conseil d'administration a constitué des comités permanents spécialisés¹⁰.

En sus des opérations visées par la loi et les règlements en vigueur, et conformément au règlement intérieur du Conseil d'administration, sont soumises à autorisation préalable du Conseil d'administration statuant à la majorité simple de ses membres présents ou représentés :

- l'adoption ou la modification du budget annuel du Groupe ;
- la mise à jour annuelle ou la modification du plan d'affaires du Groupe ;
- tout engagement ou investissement (à l'exclusion des avances sur reversements) supérieur à 10.000.000 euros réalisé par la Société ou l'une de ses filiales, non compris dans le budget annuel ;
- tout nouveau prêt ou emprunt, sous quelque forme que ce soit (y compris des obligations, des facilités de crédit, des crédits-bails), et toute garantie ou sûreté, dans chaque cas par la Société ou l'une de ses filiales, qui n'est pas prévu dans le budget annuel et (i) dont le montant unitaire est supérieur à 10.000.000 euros ou (ii) qui augmente l'endettement total du Groupe, les garanties et les sûretés en cours pour un montant supérieur à 10.000.000 euros ;
- l'acquisition ou la cession par la Société ou l'une de ses filiales d'une participation dans une entreprise d'un montant supérieur à 1.000.000 euros, sauf si une telle opération est effectuée entre des membres du Groupe ;
- toute délégation de compétence relative à l'émission ou au rachat, ou l'émission ou le rachat, d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société ;
- toute distribution de dividendes, d'acomptes sur dividendes, de primes d'émission ou de réserves par la Société ;
- toute opération de fusion, scission, réorganisation, dissolution, liquidation, apport partiel d'actifs, location de fonds de commerce, cession de fonds de commerce ou transfert d'actifs clés de la Société ou de toute filiale dont le chiffre d'affaires a représenté, au cours du dernier exercice, plus de 5% du chiffre d'affaires annuel consolidé de la Société, sauf si une telle opération est effectuée entre des membres du Groupe ; et
- la nomination, la rémunération ou la révocation d'un mandataire social exécutif de la Société.

¹⁰ Un comité d'audit, un comité des nominations et des rémunérations et un comité RSE.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les Statuts et le règlement intérieur du Conseil d'administration, le Conseil d'administration dispose des délégations et autorisations suivantes accordées par l'assemblée générale des actionnaires :

Nature	N° résolution	Durée	Caractéristiques	Utilisation jusqu'à la date des présentes
ASSEMBLEE GENERALE DU 26 JUIN 2024				
Augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes	15 ^{ème}	26 mois	- Montant maximum : 96 k€ (plafond indépendant de la 18^e résolution) - Rompus non négociables	Néant
Augmentation du capital social avec DPS⁽⁶⁾	16 ^{ème}	26 mois	- Montant nominal maximal : 240 k€⁽¹⁾ - Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€⁽²⁾ - Possibilité de souscription à titre réductible - Possibilité de limiter l'augmentation à 75 % et d'offrir au public tout ou partie des actions non souscrites	Néant
Offre au public avec droit de priorité	17 ^{ème}	26 mois	- Montant nominal maximal : 240 k€⁽¹⁾ - Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€⁽²⁾	Néant
Offre au public avec droit de priorité facultatif	18 ^{ème}	26 mois	- Montant nominal maximal : 48 k€ dans la limite d'un plafond global du montant nominal maximal de 96 k€⁽¹⁾⁽³⁾ - Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€⁽²⁾	Néant
Placement privé visé au 1 de l'article L. 411-2 1° du Code Monétaire et Financier	19 ^{ème}	26 mois	- Montant nominal maximal : 48 k€ dans la limite du plafond global du montant nominal maximal de 96 k€ de la 18^e résolution⁽¹⁾⁽³⁾ - Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€⁽²⁾	Néant
Fixation du prix d'émission	20 ^{ème}	26 mois	- Dans la limite de 10 % par an et du plafond global du montant maximal de 96 K€ de la 18^e résolution⁽¹⁾⁽³⁾ - Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€⁽²⁾	Néant
Greenshoe avec ou sans DPS	21 ^{ème}	26 mois	- Dans la limite de 15 % de l'émission initiale⁽¹⁾⁽³⁾ - Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€⁽²⁾	Néant

Apport en nature	22 ^{ème}	26 mois	- Montant nominal maximal : 48 k€⁽¹⁾ - Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€⁽²⁾	Néant
Augmentation de capital réservée aux salariés adhérents à un PEE	23 ^{ème}	26 mois	- Montant nominal maximal : 24 k€⁽¹⁾⁽⁴⁾ - Décote maximale de 30 % - Possibilité d'attributions d'actions en substitution de la décote et/ou de l'abondement	Néant
Augmentation du capital sans DPS en faveur d'une catégorie de bénéficiaires déterminée	24 ^{ème}	18 mois	- Montant nominal maximal : 24 k€⁽¹⁾⁽⁴⁾	Néant
Actions gratuites (comprenant notamment les DMSE) ⁽⁷⁾	25 ^{ème}	38 mois	- Plafond : 2,9 % du capital social⁽⁵⁾ - Sous-plafond pour les DMSE : 0,3 % de l'enveloppe globale⁽⁵⁾	Utilisée par le PDG, agissant sur subdélégation du Conseil, pour augmenter le capital social lors de la livraison des actions gratuites aux bénéficiaires du Plan LTI 2022
Options de souscription ou achat d'actions	26 ^{ème}	38 mois		Néant

(1) Le plafond global du montant nominal des augmentations de capital réalisées en application des seizième à vingt-quatrième résolutions ne devra pas excéder 240 k€.

(2) Le plafond global du montant nominal des émissions de titres de créance réalisées en application des seizième à vingt-deuxième résolutions ne devra pas excéder 750 M€.

(3) Le plafond global du montant nominal des augmentations de capital sans DPS réalisées en application des dix-huitième à vingtième résolutions ne devra pas excéder 96 k€.

(4) Le plafond nominal maximal de 24 k€ est commun aux vingt-troisième et vingt-quatrième résolutions, étant rappelé que ce plafond s'impute en cas d'augmentation de capital sur la base de l'une ou de l'autre de ces deux résolutions au plafond global maximal prévu au (1).

(5) Le plafond de 2,9% du capital social et le sous-plafond de 0,3% de l'enveloppe globale sont communs aux vingt-cinquième et vingt-sixième résolutions.

(6) DPS = Droit Préférentiel de Souscription.

(7) DMSE = Dirigeant Mandataire Social Exécutif au sens du Code AFEP-MEDEF.

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

Il existe une clause de changement de contrôle dans le contrat de crédit renouvelable conclu entre la Société et un syndicat de banques internationales comprenant BNP Paribas, Caisse d'Épargne et de Prévoyance d'Ile-de-France, HSBC Continental Europe, Société Générale, Neufilize et La Banque Postale le 6 mai 2021.

Le contrat de crédit prévoit un cas de remboursement et/ou d'annulation anticipé en cas de changement de contrôle, sur demande de tout prêteur intervenant dans les 15 jours ouvrés suivant la réception de la notification par l'agent du crédit aux prêteurs de la notification par la Société informant l'agent du crédit de la survenance d'un tel cas de remboursement/annulation anticipé.

Les prêts non tirés concernés seront annulés à réception par l'agent du crédit de la demande du ou des prêteur(s) concerné(s) et les tirages en cours concernés devront être remboursés dans les 15 jours ouvrés suivant la réception par l'agent de la demande du ou des prêteur(s) concerné(s).

Dans le contexte de l'OPAS, la Société et les banques parties au contrat avaient conclu un avenant aux termes duquel elles ont modifié la définition de changement de contrôle de la Société afin notamment que la réalisation des acquisitions de blocs préalables à l'offre ne déclenche pas l'exigibilité anticipée du prêt.

Il est rappelé qu'en tout état de cause, l'Offre Publique de Retrait n'entraîne pas de changement de contrôle de la Société.

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

Afin de protéger les intérêts du Groupe ainsi que son développement dans un secteur très spécialisé, le Président-Directeur général serait soumis, en cas de départ, à un engagement de non-concurrence d'une durée de 24 mois. Il percevrait à ce titre une indemnité forfaitaire mensuelle égale à 50% de la moyenne mensuelle de sa rémunération fixe et variable perçue la plus élevée durant la période de 12 et 24 mois précédant la fin de son mandat. À la cessation du mandat du Président-Directeur général, le Conseil d'administration pourrait décider de renoncer à l'obligation de non-concurrence. Le Président-Directeur général serait alors libre de toutes les contraintes de l'obligation de non-concurrence et la Société libérée de tout engagement à verser au Président-Directeur général toute indemnité de non-concurrence⁷.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autre accord particulier prévoyant des indemnités pour le Président-Directeur général ou les salariés de la Société en cas de démission ou si leurs fonctions prenaient fin en raison d'une offre publique.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application des dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier, représenté par Monsieur Olivier Péronnet, a été désigné en qualité d'Expert Indépendant le 13 mars 2025 par le Conseil d'administration, sur recommandation

⁷ Pour davantage de détails, se référer à la section 4.5.3.1 du Document d'Enregistrement Universel 2024 de la Société, publié sur son site institutionnel.

du Comité Ad-Hoc, afin d'établir un rapport permettant d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre Relevée.

Ce rapport, en date du 4 juin 2025, est reproduit dans son intégralité en Annexe 1 et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur le site internet de la Société (<https://believe.opro2025.com>) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de la Société au 24 rue Toulouse Lautrec – 75017 Paris (Ile-de-France).

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Monsieur Denis Ladegaillerie, Président-Directeur général de Believe.

Annexe 1
Rapport de l'Expert Indépendant

finexsi

Attestation d'équité

*Offre Publique de Retrait (OPR) suivie d'un Retrait Obligatoire
(RO) initiée par Upbeat BidCo*

believe®

4 juin 2025



FINEXSI - EXPERT & CONSEIL FINANCIER
Société de Commissariat aux comptes
Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Ile-de-France
Membre de l'organisation A.T.H.
S.A. au capital de 353 654€ - RCS Paris B 415 195 189

14, rue de Bassano
75116 Paris

Tél. : 01 43 18 42 42
contact@finexsi.com

Sommaire

1	Présentation de l'Opération	4
1.1	Contexte et termes de l'Opération	4
1.2	Mission du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier	5
1.3	Déclaration d'indépendance	5
1.4	Diligences effectuées	6
2	Présentation de Believe	8
2.1	Présentation de la structure actionnariale	8
2.2	Organigramme juridique de la Société	9
2.3	Rappel de l'historique du Groupe	10
2.4	Présentation des activités de Believe	11
3	Caractéristiques de l'environnement économique et concurrentiel de Believe	14
3.1	Présentation du marché global de la musique	14
3.2	Présentation du marché de la musique enregistrée	14
3.2.1	Chaîne de valeur du marché de la musique enregistrée	14
3.2.2	Le marché de la musique enregistrée	15
3.2.3	Focus sur le marché du streaming	16
3.2.4	Tendances et enjeux du marché de la musique enregistrée	19
4	Analyse financière de Believe	22
4.1	Compte de résultat consolidé de Believe sur la période 2020-2024	22
4.2	Bilan consolidé de Believe sur la période 2020-2024	27
5	Matrice SWOT	30
6	Évaluation des actions de Believe	31
6.1	Méthodes d'évaluation écartées	31
6.1.1	Actif net comptable consolidé	31
6.1.2	Actif net comptable réévalué	31
6.1.3	La valeur de rendement (capitalisation du dividende)	31
6.1.4	Valeur liquidative	32
6.2	Critères d'évaluation retenus	32
6.3	Données de référence de Believe	32
6.3.1	Nombre de titres retenu	32
6.3.2	Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	33
6.4	Mise en œuvre de la valorisation de Believe	35

6.4.1	Approche par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	35
6.4.2	La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital (à titre secondaire)	42
6.4.3	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)	43
6.4.4	Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)	46
6.4.5	L'analyse du cours de bourse (à titre secondaire)	48
6.4.6	Objectif de cours des analystes (à titre indicatif)	52
7	Synthèse de nos travaux d'évaluation	54
8	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Établissements Présentateurs	55
8.1	Choix des critères d'évaluation	56
8.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation	56
8.2.1	Données de références	56
8.2.2	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société	57
8.2.3	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	57
8.2.4	Méthode des comparables boursiers	59
8.2.5	Méthode des transactions comparables	59
8.2.6	Analyse du cours de bourse	60
8.2.7	Objectif de cours des analystes	60
9	Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre	61
9.1	Mécanisme d'intéressement	61
9.2	Traité d'apport en nature	63
10	Analyse et appréciation des observations reçues de la part d'actionnaires minoritaires	64
11	Conclusion	74
12	Annexes	76

1 Présentation de l'Opération

1.1 Contexte et termes de l'Opération

Believe (« **la Société** » ou « **le Groupe** ») est une entreprise spécialisée dans le domaine de la musique numérique. Elle accompagne les artistes et les labels indépendants en leur proposant des solutions numériques adaptées à leurs besoins évolutifs à chaque étape de leur carrière, sur l'ensemble des segments de marchés à travers le monde où le Groupe opère. Fondée en 2005, elle a été introduite en Bourse, sur le compartiment A d'Euronext Paris en juin 2021.

Monsieur Denis LADEGAILLERIE, Fondateur et Président Directeur Général de la Société, et les fonds gérés par TCV, actionnaires historiques de Believe SA ont lancé un processus compétitif de recherche de partenaire financier, à l'issue duquel ils ont annoncé le 12 février 2024 avoir constitué un consortium avec le fonds d'investissement EQT X (« **le Consortium** »), dans le but d'initier via un véhicule d'investissement dédié (« **Upbeat BidCo** » ou « **l'Initiateur** »), une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les titres de la Société, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, au prix de 15,00€ par action.

Upbeat BidCo a finalement indiqué ne plus envisager de demander un retrait obligatoire et a déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée (« **OPAS** ») le 26 avril 2024, faisant suite à plusieurs acquisitions de blocs représentant environ 71,9% du capital de la Société ¹ (« **l'Acquisition des Blocs** ») au même prix de 15,00€ par action Believe.

À l'issue de l'Acquisition des Blocs et de l'OPAS, l'Initiateur détenait, le 24 juin 2024, 95.664.105 actions Believe et 106.515.425 droits de vote, soit 94,99% du capital et 94,29% du nombre théorique de droits de vote de la Société.

Dans la continuité de ces opérations, et prenant acte de la faible liquidité du titre, de certaines contraintes réglementaires et législatives, telles que les obligations de communication financière, ainsi que les coûts associés à la cotation sur Euronext Paris, le Consortium a engagé une réflexion en vue du retrait de la cote de Believe.

Dans ce contexte, Upbeat BidCo, a annoncé le 16 avril 2025 un projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire (« **l'OPRO** », « **l'Offre** », ou « **l'Opération** »), au prix de 15,30€ par action Believe, lequel a ensuite fait l'objet d'un rehaussement à hauteur de 17,20€ par action Believe le 4 juin 2025.

À la date du projet de note d'Information, l'Initiateur détient 97.252.215 actions et droits de vote de la Société représentant 96,57% du capital et 95,34% des droits de vote théoriques et réels de la Société².

L'Offre porte sur la totalité des actions en circulation, non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit 3.451.529 actions, incluant ainsi les 85.248 actions gratuites attribuées par la Société dans le cadre du plan LTIP 2022 (AP2022) (cf. §6.3.1).

¹ Acquisition des participations des fonds d'investissement XAnge et Ventech, entrés au capital de Believe respectivement en 2007 et 2008, et non-membres du Consortium, ainsi que des actions détenues par Monsieur Denis LADEGAILLERIE, dont la majorité a été apportée à l'Initiateur, et par TCV Luxco BD S.à.r.l.

² Dont 18.983 actions et droits de vote sont assimilés aux actions détenues par Upbeat BidCo en application de l'article L. 233-9 du Code de commerce en raison d'un engagement irrévocable d'un apporteur d'apporter ces actions à l'Initiateur.

1.2 Mission du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier

Dans le cadre du projet d'Offre Publique de Retrait (OPR), suivie d'un Retrait Obligatoire (RO), le Conseil d'administration de Believe du 13 mars 2025, sur recommandation du comité ad hoc composé de trois membres indépendants (« le **Comité ad hoc** »), a désigné le cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier (« **Finexsi** ») en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Cette désignation est intervenue sur le fondement de l'article 261-1 I (alinéa 1°, 2° et 4°) et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **l'AMF** »).

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou qui nous ont été transmises par la Société ou par ses conseils. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs, et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués pour les besoins de notre mission.

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

1.3 Déclaration d'indépendance

Le cabinet Finexsi, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sont en mesure, à ce titre, d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

Le cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier atteste de l'absence de tout lien passé, présent et futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs Conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

1.4 Diligences effectuées

Les diligences qui ont été mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de cette mission (dont le détail figure en **Annexe**) comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe, notamment les conditions et modalités de l'OPAS réalisée en juin 2024 ;
- L'examen de la performance financière historique de Believe ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour Believe susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de Believe, comprenant notamment :
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de Believe ;
 - L'analyse détaillée des comptes historiques, du budget et du plan d'affaires du Groupe avec le Management, intégrant l'identification des hypothèses clefs considérées et l'appréciation de leur pertinence, permettant la mise en œuvre d'une modélisation des flux futurs de trésorerie (« **Discounted Cash Flows** » ou « **DCF** ») ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
 - L'identification des comparables boursiers et transactionnels, ainsi que l'exploitation de l'information disponible les concernant notamment à partir de nos bases de données financières ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse de l'information publique, incluant l'examen détaillé et qualitatif des prévisions retenues par les trois analystes financiers suivant encore le titre Believe, ainsi que des objectifs de cours publiés par ces derniers.
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre, BNP Paribas et Goldman Sachs (« **les Établissements Présentateurs** ») ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- L'analyse des observations formulées dans les courriers reçus des actionnaires minoritaires ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité *ad hoc* chargé de superviser l'avancement de nos travaux ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion est présentée sous forme d'une attestation d'équité à destination du Conseil d'administration de Believe, exposant les travaux d'évaluation des actions de la Société et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre.

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

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (boursières et transactionnelles), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et les transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

Nous avons également échangé avec les membres du Comité *ad hoc* de Believe.

Une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, *Partner* du cabinet et spécialiste en évaluation financière, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

2 Présentation de Believe

Believe est une société anonyme à Conseil d'administration, dont le siège social se situe au 24 rue Toulouse Lautrec à Paris (75017), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 481.625.853.

Les titres de la Société sont admis aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris (Code ISIN : FR0014003FE9).

Believe clôture son exercice fiscal de douze mois au 31 décembre de chaque année.

2.1 Présentation de la structure actionnariale

Au 31 mai 2025, le capital social de la Société s'élève à 503.518,72€, divisé en 100.703.744 actions ordinaires d'un demi-centime (0,005€) de valeur nominale chacune, entièrement libérées :

Tableau 1 – Structure actionnariale du Groupe au 31 mai 2025

Actionnariat	Capital		Droits de vote théoriques	
	Nombre	en %	Nombre	en %
Upbeat BidCo (détection effective)	97 233 232	96,55%	97 233 232	95,32%
Upbeat BidCo*	18 983	0,02%	18 983	0,02%
Upbeat BidCo	97 252 215	96,57%	97 252 215	95,34%
Flottant	3 451 529	3,43%	4 758 640	4,66%
Total	100 703 744	100%	102 010 855	100%

* Détection par assimilation au sens de l'article L. 239-9 du Code de commerce

Source : Projet de note d'information en date du 5 juin 2025.

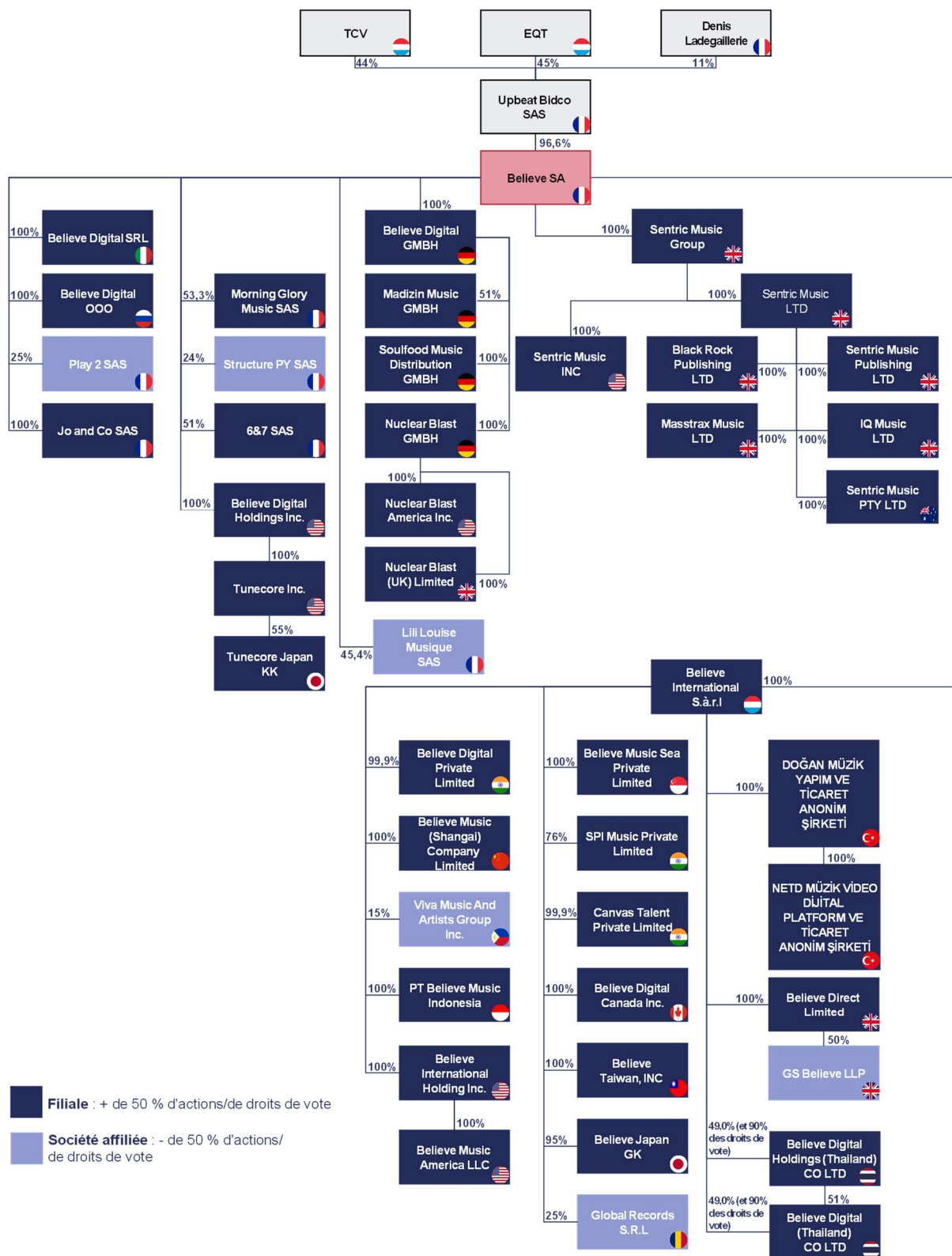
Il est à noter qu'il n'existe plus aucun plan de BSA et de BSPCE, l'ensemble des plans restants ayant tous été levés par les bénéficiaires.

La Société avait mis en place des plans d'attribution d'actions gratuites, notamment entre 2022 et 2024 (plans AP 2022, AP 2023 et AP 2024). La plupart des bénéficiaires du plan AP 2022 ont renoncé avant le dépôt de l'Offre au bénéfice des actions gratuites qui leur avaient été attribuées ; le solde du plan a été acquis le 5 mai 2025. L'ensemble des bénéficiaires des plans AP 2023 et AP 2024 ont renoncé au bénéfice des actions gratuites qui leur avaient été attribuées. Les plans AP 2023 et AP 2024 sont donc caducs. À la date du présent rapport il n'existe plus aucune action gratuite en période d'acquisition ou de conservation.

2.2 Organigramme juridique de la Société

Nous présentons ci-après l'organigramme juridique de Believe au 31 décembre 2024 :

Figure 1 – Organigramme juridique du Groupe au 31 décembre 2024



Source : Document d'Enregistrement Universel (« DEU ») 2024

2.3 Rappel de l'historique du Groupe

Figure 2 - Historique de la Société Believe



Sources : DEU 2024 de Believe et analyses Finexsi

Fondée en 2005, Believe s'est spécialisée dans la distribution numérique de musique pour les artistes et labels indépendants. Elle s'est progressivement développée à l'international en menant une stratégie de croissance axée sur des rapprochements et des acquisitions ciblées. Notamment en 2015, Believe renforce sa présence mondiale en rachetant TuneCore, un acteur américain majeur de la distribution pour les artistes indépendants.

La Société a poursuivi sa stratégie de croissance externe et d'expansion internationale à travers plusieurs acquisitions stratégiques parmi lesquelles figurent :

- Naïve (France, 2016) : label indépendant reconnu, ayant enrichi le catalogue de Believe en musique classique, jazz et chanson française ;
- Musicast (France, 2017) : société française de production spécialisée dans la musique urbaine, renforçant la position du Groupe sur ce segment de marché ;
- Nuclear Blast (Allemagne, 2018) : l'un des plus grands labels de metal au monde, consolidant la présence de Believe sur une niche musicale puissante à l'échelle mondiale ;

- DMC – Doğan Music Company (Turquie, 2020³) : premier label indépendant turc, renforçant la présence de Believe en Europe de l'Est et au Moyen-Orient ;
- Think Music (Inde, 2021) : label indien à forte audience numérique, facilitant l'accès au marché indien en pleine croissance ;
- Prise de participation majoritaire en 2021 dans le label Jo&Co, reconnu pour son catalogue d'artistes pop et variété ;
- Sentric Music (Royaume-Uni, 2023) : plateforme technologique indépendante spécialisée dans l'édition musicale, permettant à Believe d'élargir ses services aux droits d'auteur et à la gestion éditoriale ;
- Prise de participation minoritaire en 2023 dans Global Records, principal label indépendant de Roumanie, consolidant sa position en Europe centrale et orientale.

La Société s'est introduite en bourse sur Euronext Paris en juin 2021. Cette opération a ainsi permis à la Société de lever 300 M€ lui permettant d'accélérer ses investissements et son expansion internationale. Dans ce contexte, plusieurs acquisitions ont été réalisées, notamment en France⁴, contribuant à la diversification du catalogue autour de genres musicaux en transition vers le numérique. Le Groupe a également renforcé sa présence en Asie, à travers des opérations de croissance externe menées en Inde et aux Philippines.

À la suite de l'OPAS initiée en 2024, la Société est désormais contrôlée par un consortium composé de (i) Monsieur Denis LADEGAILLERIE, fondateur de Believe et Président Directeur Général de la Société, (ii) les fonds gérés par TCV, actionnaires historiques de Believe SA, et le (iii) le fonds d'investissement EQT X.

2.4 Présentation des activités de Believe

Believe est un acteur mondial spécialisé dans la distribution numérique, le *marketing* digital et les services aux artistes et labels indépendants. Son modèle repose sur une plateforme technologique intégrée, couplée à une expertise locale dans plus de 50 pays.

Le modèle économique de la Société repose sur un mécanisme de partage de la valeur générée par les plateformes de distribution numérique (« Spotify », « YouTube », « Apple Music », etc.) et les réseaux sociaux (« TikTok », « Meta »), aussi appelés « *Digital Service Providers* » (« **DSP** »). Les « *streams* » et vues issus de ces plateformes génèrent des *Digital Music Sales* (« **DMS** »), c'est-à-dire des revenus bruts dont une quote-part est encaissée par le Groupe avant reversement aux artistes.

La Société se positionne dès lors comme un intermédiaire stratégique entre les artistes, les labels indépendants et les DSP, en les accompagnant dans leur développement et l'optimisation de leurs revenus.

³ Une part minoritaire a également été acquise en septembre 2024.

⁴ Dont l'acquisition de 25% de la société Play Two, le premier label indépendant de musique français.

Le Groupe s'appuie sur une plateforme numérique centralisée, spécialement conçue pour accompagner le développement des artistes. Elle propose une large gamme de services numériques, incluant la distribution et la commercialisation de contenus, le financement, le *marketing*, la promotion, la synchronisation⁵, l'édition musicale, ainsi que l'organisation d'événements. Elle facilite par ailleurs le déploiement d'outils technologiques visant à améliorer durablement le retour sur investissement de la Société.

La Société s'articule autour de deux solutions principales : (i) les Solutions *Premium* (93% du chiffre d'affaires 2024) et (ii) les Solutions Automatisées (7%).

Les **Solutions Premium** (63,5% des DMS en 2024) regroupent des services de commercialisation, de promotion, de *marketing* et de diffusion de contenus numériques pour les labels et artistes ayant chargé la Société du développement de leur catalogue. Proposées selon un modèle de partage des revenus⁶, ces solutions se déclinent en deux sous-segments :

- **Labels & Artists Solutions** : ces solutions sont destinées aux labels et artistes souhaitant confier la distribution et la promotion de leurs contenus sur les DSP et les réseaux sociaux. La Société prend en charge la collecte des *royalties*, avec un taux de reversement moyen compris entre 60% et 90% au profit de ses clients ;
- **Artists Services** : conçues pour les « *top artists* », ces offres à forte valeur ajoutée visent notamment à davantage concurrencer les *majors* en proposant des services personnalisés de stratégie *marketing*, de promotion, de synchronisation et de *branding*. La Société assure la collecte des *royalties*, avec un taux de reversement moyen compris entre 50% et 70% au bénéfice des artistes, ce qui lui permet de générer une marge brute plus élevée sur ce sous-segment. Ce modèle implique toutefois un versement plus important d'avances, impactant notamment défavorablement le Besoin en Fonds de Roulement (BFR).

Les **Solutions Automatisées**⁷ (36,5% des DMS en 2024) permettent aux créateurs de musique de distribuer automatiquement leurs musiques sur les plateformes de distribution numérique et les réseaux sociaux. Ces services sont proposés selon un modèle d'abonnement payant qui varie selon qu'il s'agisse de la mise à disposition d'un titre unique ou d'un album. Le Groupe prélève également une marge sur les sommes qu'il reverse aux artistes.

Grâce à l'acquisition de Sentric Music en 2023, la Société propose désormais une solution complète d'édition musicale, constituant un nouvel axe de développement. Cette solution, déployée progressivement dans des pays stratégiques (continents asiatique et européen notamment), permet à la Société d'élargir son offre de services aux artistes et de renforcer sa présence sur des marchés à fort potentiel.

⁵ Correspond à la rémunération de l'utilisation de la musique dans les films, les séries, les jeux vidéo, la publicité etc.

⁶ Les plateformes de distribution numériques versent à la Société une part des revenus générés par les abonnements des utilisateurs, la publicité, ou encore par la vente de musique en téléchargement. Les modalités de calcul de ces revenus varient en fonction des modèles de monétisation.

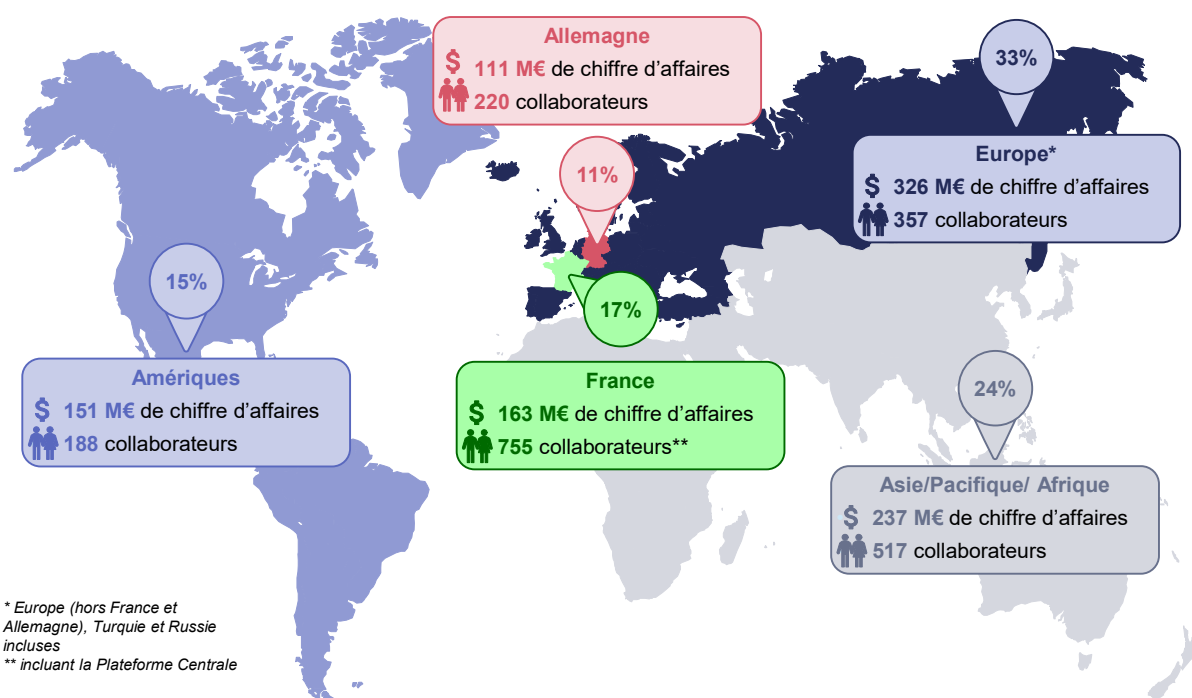
⁷ Via TuneCore, une société acquise par le Groupe en 2015.

Dans le cadre de son activité, la Société conclut différents types de contrats :

- Contrats de licence avec les plateformes numériques et les réseaux sociaux : ces accords permettent la diffusion de contenus audio et vidéo. Le Groupe accorde une licence d'exploitation, généralement pour une durée de 1 à 3 ans et sur un territoire donné. La majorité de ces contrats sont conclus de manière non exclusive ;
- Contrats de distribution, promotion et *marketing* avec des artistes ou des labels dans le cadre de ses Solutions Premium : d'une durée généralement comprise entre 3 et 15 ans pour les artistes et 3 à 10 ans pour les labels, ces accords exclusifs peuvent porter sur un catalogue complet ou sur des projets spécifiques. En échange, le producteur cède à la Société les droits de commercialisation de ses contenus (audio et vidéo), incluant les droits de reproduction, de mise à disposition sur les plateformes, et de communication au public. Le producteur conserve toutefois l'entière propriété intellectuelle des œuvres concernées.

Au 31 décembre 2024, le Groupe a réalisé 17% de son chiffre d'affaires en France, 11% en Allemagne, 33% en Europe⁸, 15% en Amériques et 24% en Asie-Pacifique et Afrique, étant précisé que le Groupe se concentre sur l'Europe et l'Asie, deux géographies qui surperforment le marché mondial en termes de croissance.

Figure 3 – Répartition géographique du chiffre d'affaires du Groupe pour l'exercice 2024



Sources : DEU 2024 de Believe et analyses Finexsi

⁸ Hors France et Allemagne, mais Turquie et Russie incluses.

3 Caractéristiques de l'environnement économique et concurrentiel de Believe

3.1 Présentation du marché global de la musique

Le marché mondial de la musique se structure autour de deux segments majeurs : la musique *live* et la musique enregistrée.

- La **musique live** regroupe l'ensemble des représentations musicales réalisées devant un public, qu'elles soient physiques ou virtuelles. Les principaux acteurs de ce marché sont Live Nation Entertainment ainsi qu'AEG Presents ;
- La **musique enregistrée** englobe les revenus issus de la commercialisation et de la diffusion d'enregistrements musicaux. Les principaux acteurs de ce marché sont les 3 *majors* : Universal Music Group (« **UMG** »), Sony Music Entertainment et Warner Music Group (« **WMG** »). D'autres acteurs indépendants opèrent également sur ce marché, à l'instar de Believe, BMG Entertainment et Merlin Network.

En 2024, le marché de la musique enregistrée était estimé à 36,2 Mds\$⁹, dépassant celui de la musique *live* évalué à 28,1 Mds\$ (en 2023).

Le marché de l'édition musicale, qui complète les deux autres marchés de la musique, consiste à acquérir les droits d'auteur d'une œuvre (composition et/ou paroles) pour en optimiser l'exploitation. Ces droits sont ensuite concédés pour divers usages (films, pubs, jeux vidéo, concerts, etc.), générant ainsi une rémunération partagée avec l'auteur. Aux côtés de Sony Music Publishing, d'Universal Music Publishing Group, de Warner Chappell Music, de Concord ou encore de Kobalt, la Société est également présente sur ce marché depuis l'acquisition de Sentric Music réalisée en 2023.

3.2 Présentation du marché de la musique enregistrée

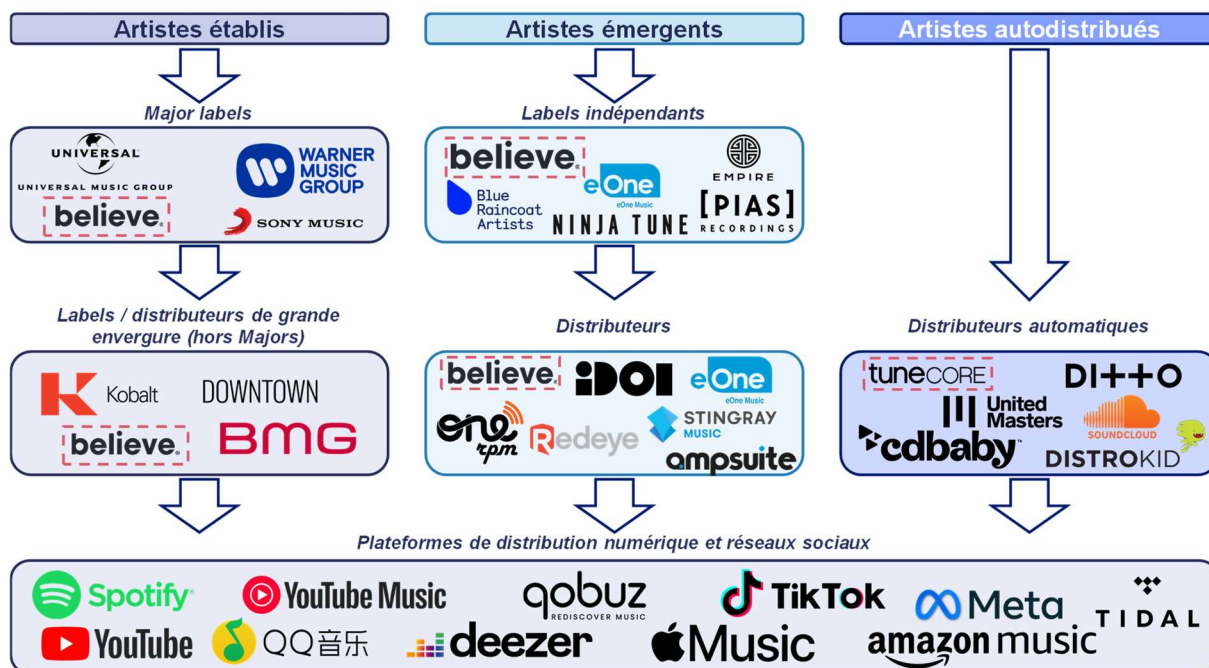
3.2.1 Chaîne de valeur du marché de la musique enregistrée

La digitalisation a transformé l'industrie musicale, accélérant la montée des artistes autodistribués et du marché indépendant. La chaîne de valeur se structure désormais autour de trois profils : les artistes établis, les artistes émergents et les artistes autodistribués.

La Société, présente sur ces trois segments, se concentre sur les artistes émergents et autodistribués, via ses Solutions *Premium* et la plateforme TuneCore.

⁹ Source : « Recorded music market shares 2024 | Widening gaps » - MIDiA.

Figure 4 – Chaîne de valeur du marché de la musique enregistrée



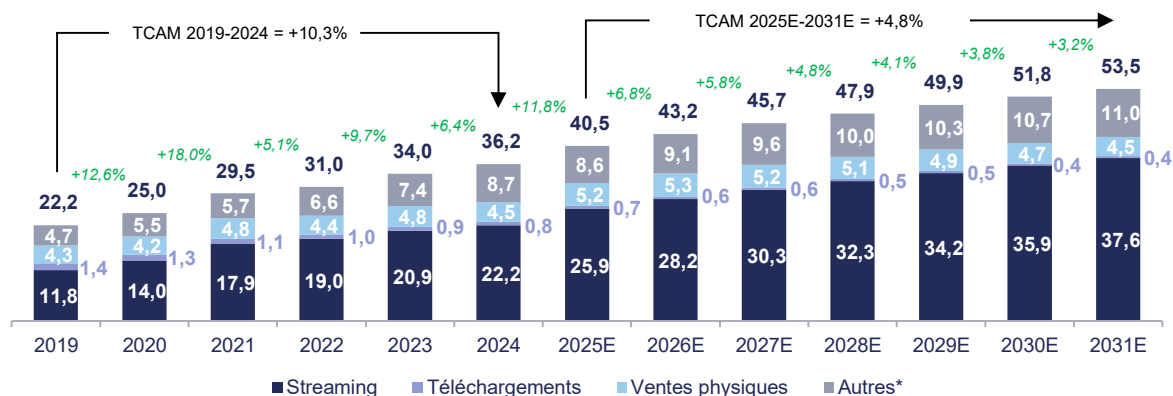
Sources : Analyses Finexsi

3.2.2 Le marché de la musique enregistrée

Le marché de la musique enregistrée se compose de cinq grands segments : (i) le *streaming*¹⁰, (ii) les téléchargements, (iii) les ventes physiques, et (iv) autres (en ce compris la synchronisation et les performances publiques).

¹⁰ Le *streaming* désigne la diffusion en continu de contenus *via* Internet. Cette technologie permet d'accéder à des vidéos ou à de la musique, sans avoir à les télécharger ni à les posséder.

Figure 5 – Évolution de la taille du marché de la musique enregistrée dans le monde entre 2019 et 2031E (en Mds\$)



* En ce compris la synchronisation et les performances publiques

Sources : « MIDiA Research 2024 – 2031 global music forecasts | Rise of the Global South » - MIDiA & « Recorded music market shares 2024 | Widening gaps » - MIDiA

Le marché de la musique enregistrée est largement dominé par les trois *majors* – UMG, Sony Music et WMG – qui concentrent à elles seules environ 65% de parts de marché (respectivement 29,1%, 21,7% et 14,2%) en 2024.

Entre 2019 et 2024, le marché de la musique enregistrée a connu une croissance soutenue, avec des revenus passant de 22,2 Mds\$ à 36,2 Mds\$, soit une croissance annuelle moyenne de +10,3%. Le *streaming* reste le principal moteur du marché mondial, représentant plus de 50% des revenus du secteur et générant une hausse de 9,5% des revenus issus des abonnements. En 2024, plus de 752 millions d'utilisateurs sont abonnés à des plateformes comme Spotify, Apple Music ou Deezer, confirmant la domination du modèle numérique.

Le marché de la musique enregistrée devrait maintenir une trajectoire de croissance soutenue dans les années à venir, tirée en grande partie par le développement du *streaming*. Ce segment clé affiche une croissance annuelle moyenne estimée à +7,6%, nettement supérieure à celle attendue pour le marché global, dont le taux de croissance annuel moyen est projeté à +4,8% entre 2025E et 2031E. Dans ce contexte, les revenus du secteur devraient passer de 40,5 Mds\$ en 2025E à 53,5 Mds\$ en 2031E.

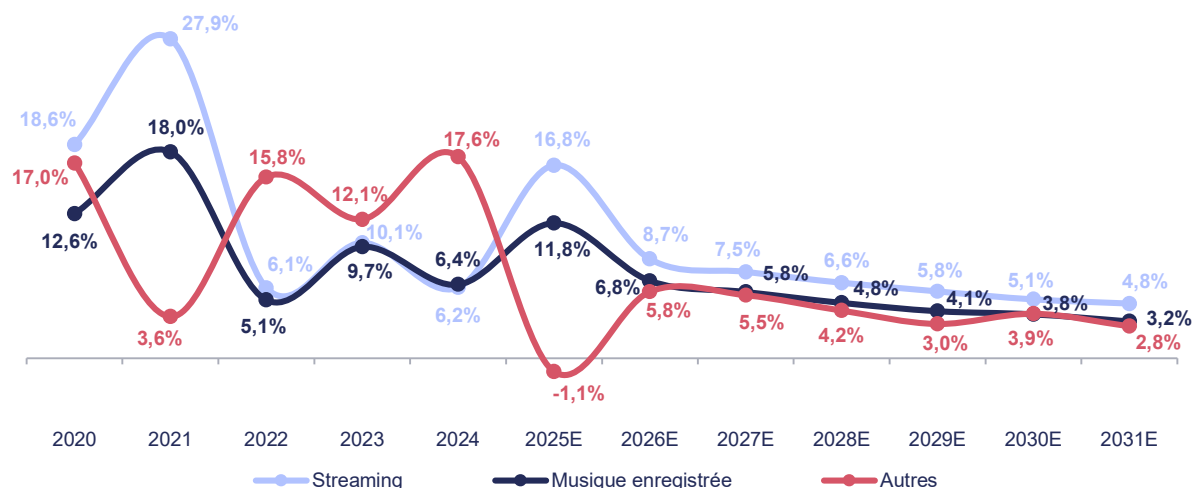
3.2.3 Focus sur le marché du streaming

Le *streaming* a longtemps été le principal moteur de croissance du marché de la musique enregistrée, enregistrant des performances supérieures à celles du marché global. Cette dynamique a été portée par une adoption croissante des utilisateurs, attirés par l'accessibilité du format et la richesse de l'offre musicale disponible à tout moment.

Cependant, cette tendance a marqué un ralentissement en 2024 : la croissance du *streaming* s'est limitée à +6,2%, contre +10,1% en 2023. Pour la première fois, son évolution s'est avérée inférieure à celle du marché global de la musique enregistrée.

Malgré ce ralentissement observé en 2024, le *streaming* devrait rester un levier central de croissance pour le marché de la musique enregistrée à moyen terme. Selon les projections, sa croissance devrait surpasser celle du marché global sur la période 2025E-2031E, atteignant 37,6 Mds\$ en 2031E, soit environ 70% du marché mondial de la musique enregistrée, même si elle s'établit désormais à des niveaux plus bas que sur les années 2020-2025.

Figure 6 – Évolution de la croissance du marché du *streaming* comparé au marché de la musique enregistrée dans le monde entre 2020 et 2031E



Sources : « MIDiA Research 2024 – 2031 global music forecasts | Rise of the Global South » - MIDiA & « Recorded music market shares 2024 | Widening gaps » - MIDiA

Cette croissance repose sur deux modèles économiques complémentaires structurant le marché du *streaming* :

- Le *streaming* par abonnement, qui repose sur la souscription des utilisateurs à une plateforme de distribution numérique ou à un réseau social, leur offrant un accès sans publicité aux contenus musicaux ;
- Le *streaming* financé par la publicité, qui permet un accès gratuit à certains contenus ou fonctionnalités en échange de la diffusion de publicités. Les revenus sont alors générés par les annonceurs, qui rémunèrent les plateformes et les réseaux sociaux.

La différence de contribution économique entre ces deux modèles est significative. Les abonnements payants génèrent près de 90% des revenus des plateformes de *streaming*, contre environ 10% pour le modèle financé par la publicité. Ainsi, les utilisateurs premium rapportent en moyenne 9 fois plus que les utilisateurs gratuits exposés à la publicité.

Figure 7 – Exemple de modèle de partage des revenus du *streaming*

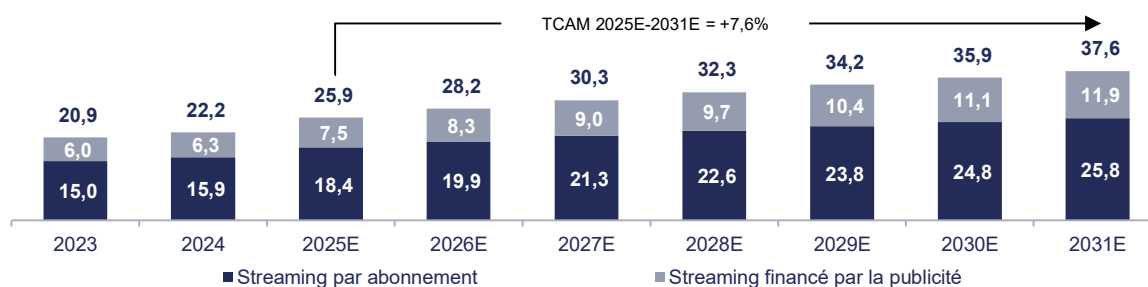


Sources : Analyses Finexsi et Société

De manière générale, la répartition des revenus issus du *streaming* – qu'il soit par abonnement ou financé par la publicité – suit le schéma suivant : environ 50% sont reversés aux détenteurs des droits d'enregistrement (labels, artistes, producteurs), environ 20% vont aux éditeurs musicaux (auteurs, compositeurs, sociétés d'édition), et environ 30% restent à la plateforme de *streaming* au titre de la distribution et des services techniques.

Dans ce contexte, les *majors*, en particulier UMG, défendent un modèle de rémunération « *artist centric* » dans le *streaming* musical, visant à mieux valoriser les artistes professionnels en tenant compte de l'engagement réel des auditeurs plutôt que du simple volume d'écoutes¹¹. Cette approche traduit la volonté des *majors* de réaffirmer la valeur des artistes établis et de limiter la fragmentation des revenus en lien avec la forte hausse des volumes de contenus mis en ligne, qui par nature dilue la part des artistes professionnels dans les revenus du *streaming*.

Figure 8 - Évolution de la taille du marché du *streaming* par segment dans le monde entre 2023 et 2031E (en Mds\$)



Sources : « MIDiA Research 2024 – 2031 global music forecasts | Rise of the Global South » - MIDiA & « Recorded music market shares 2024 | Widening gaps » - MIDiA

Entre 2023 et 2024, le *streaming* par abonnement a enregistré une croissance de +6,2%, soit une hausse de 1,3 Md\$, soutenue à la fois par l'augmentation du nombre d'abonnés et par la revalorisation des tarifs. Le *streaming* financé par la publicité a également progressé, atteignant 6,3 Mds\$ en 2024. Cette dynamique devrait se maintenir dans les années à venir, avec un marché mondial du *streaming* estimé à 37,6 Mds\$ en 2031E, dont environ 70% devraient provenir du *streaming* par abonnement.

¹¹ À titre d'exemple, Deezer applique un « *double boost* » aux artistes comptant au moins 1.000 écoutes mensuelles par 500 auditeurs uniques, ainsi qu'aux morceaux activement recherchés par les utilisateurs.

3.2.4 Tendances et enjeux du marché de la musique enregistrée

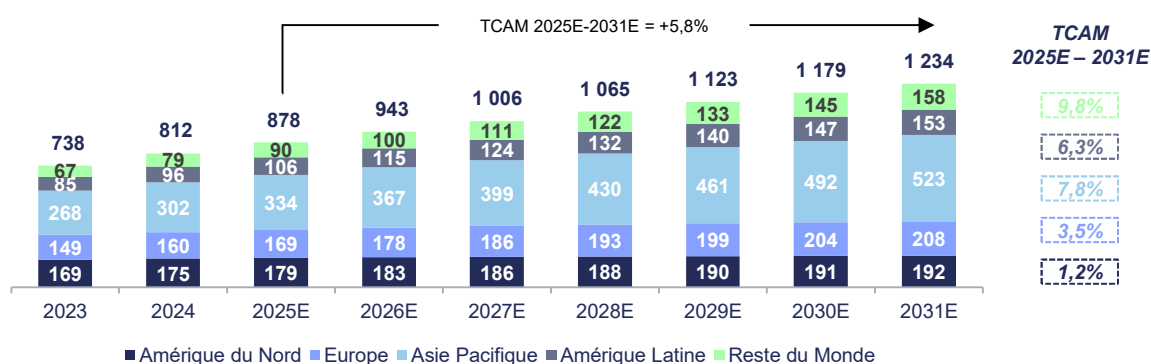
Le marché de la musique enregistrée – en particulier le segment du *streaming*, qui en représente aujourd'hui la composante dominante et sur lequel la Société est activement présente – devrait continuer de bénéficier de solides relais de croissance à l'avenir.

Le développement du streaming par abonnement, premier vecteur de croissance de l'industrie

La progression du taux de pénétration des abonnements musicaux met en lumière les différents niveaux de maturité des marchés à travers le monde. En Amérique du Nord, l'adoption est déjà bien avancée, avec un taux attendu autour de 49% d'ici 2031E¹², laissant place à une croissance plus modérée. En Europe, la situation est plus contrastée : certains pays comme la Suède ou les Pays-Bas sont très développés, tandis que d'autres, tels que l'Italie ou la Pologne, présentent encore un fort potentiel de croissance. Le taux de pénétration global en Europe devrait atteindre environ 35% à l'horizon 2031E¹³.

Dans ce contexte, les marchés émergents apparaissent comme les principaux relais de croissance à venir. L'Amérique latine (notamment le Brésil), l'Europe de l'Est ou encore la région Asie-Pacifique (comme l'Inde) affichent des taux de pénétration encore faibles, mais bénéficient d'une dynamique favorable. La transition progressive des usages — du gratuit ou du piraté vers des abonnements payants — y soutient le développement du marché. Selon MIDiA Research, le nombre d'abonnés dans le monde devrait ainsi croître de 52%, passant de 812 millions en 2024 à 1,234 milliard en 2031E.

Figure 9 - Évolution du nombre d'abonnés à un abonnement *streaming* payant dans le monde entre 2023 et 2031E (en million)



Source : « MIDiA Research 2024 – 2031 global music forecasts | Rise of the Global South » - MIDiA

¹² Source : « MIDiA Research 2024 – 2031 global music forecasts | Rise of the Global South » - MIDiA

¹³ Source : « MIDiA Research 2024 – 2031 global music forecasts | Rise of the Global South » - MIDiA

Hausse des prix des abonnements et diversification des offres

Confrontées au ralentissement de la croissance des abonnements dans les marchés matures, les plateformes de *streaming* adoptent une stratégie de monétisation plus offensive, fondée sur la hausse des tarifs et le déploiement d'offres *premium* destinées aux « *superfans* ».

À titre d'exemple, Spotify prévoit d'augmenter d'environ 1,0€ le prix des abonnements individuels en Europe dès juin 2025. Parallèlement, la plateforme envisage de lancer une nouvelle offre, « *Music Pro* », facturée jusqu'à 5,99\$ supplémentaires par mois, donnant accès à des fonctionnalités exclusives telles que le son haute-fidélité¹⁴, l'accès anticipé aux concerts et des outils de remixage basés sur l'IA.

L'objectif est d'augmenter l'ARPU¹⁵ sur des marchés arrivés à maturité. Selon Goldman Sachs, la monétisation des « *superfans* » pourrait générer jusqu'à 13,0% de revenus supplémentaires pour le *streaming* par abonnement d'ici 2030E.

L'adoption du streaming par les générations plus âgées

L'adoption du *streaming* par les générations plus âgées constitue un levier de croissance important. En effet, selon une enquête¹⁶, seulement 28% des personnes âgées de 55 et 64 ans ont utilisé un service de *streaming* par abonnement payant au cours du dernier mois. Ces taux encore faibles témoignent d'un important potentiel de croissance, ces tranches d'âge étant encore sous-représentées, mais présentant un fort potentiel d'adoption dans les années à venir.

Évolution des formats et développement des réseaux sociaux

L'essor des plateformes de vidéos courtes comme « TikTok », « Instagram » ou « Facebook » stimule la monétisation de la musique enregistrée. En augmentant la visibilité des artistes et en générant des revenus *via* licences et redevances, ces formats basés sur la publicité devraient devenir un levier clé de croissance pour l'industrie musicale.

Les playlists (éditoriales, algorithmiques ou personnalisées) sont aujourd'hui la principale porte d'entrée vers la découverte musicale. Les plateformes comme Spotify, Apple Music ou YouTube optimisent leurs algorithmes pour proposer des titres adaptés aux goûts et comportements d'écoute. L'enjeu pour les artistes et labels est désormais d'intégrer les playlists les plus visibles.

Concentration vs indépendance

L'industrie de la musique enregistrée est historiquement dominée par les *majors* : les « *Big Three* » – UMG, Sony Music Entertainment et WMG – contrôlent ensemble environ 65% du marché mondial. Elles disposent d'un effet de taille qui leur permet de (i) signer les plus gros artistes, (ii) accéder en priorité aux playlists éditoriales, et (iii) négocier des conditions avantageuses avec les plateformes de *streaming*.

¹⁴ Rendu possible grâce à l'adoption du format *lossless*, qui permet de proposer une qualité audio supérieure.

¹⁵ L'ARPU (*Average Revenue Per User*) désigne le revenu moyen généré par utilisateur.

¹⁶ Source : IFPI, *Engaging with Music Report November 2023*.

La révolution numérique a permis l'émergence d'un écosystème alternatif et décentralisé, favorisant l'accès direct des artistes aux plateformes via des distributeurs comme TuneCore, CD Baby, DistroKid, ainsi que le développement d'acteurs globaux comme Believe, qui offrent des services technologiques et *marketing* sans prise de droits.

Le *streaming* a nivelé l'accès à la distribution musicale, permettant aux indépendants de gagner des parts de marché, notamment dans les pays émergents. Les indépendants représentent aujourd'hui plus de 30% des revenus du marché mondial selon l'IFPI, et jusqu'à 40% sur certaines plateformes en volume d'écoute.

Face à ce marché en mutation, on assiste à une stratégie de convergence, où :

- Les *majors* investissent dans des labels ou rachètent des labels indépendants pour rester compétitives (ex. : Universal a acquis PIAs et Downtown Music, *leader* de la distribution musicale) ;
- De leur côté, certains indépendants se structurent comme de véritables mini-*majors* (ex : Believe, qui combine technologie, services et rachat de labels).

Intelligence artificielle (IA) et musique générée

L'intelligence artificielle générative bouleverse profondément le secteur musical, à la fois sur le plan économique et créatif.

L'IA joue un rôle clé dans l'automatisation des processus, l'analyse des tendances musicales et l'assistance à la création. Elle représente un levier de croissance important pour l'industrie musicale, également soutenu grâce aux algorithmes de recommandation qui favorisent la découverte de nouveaux contenus musicaux¹⁷. Toutefois, l'essor de l'IA générative soulève plusieurs préoccupations notamment en ce qui concerne (i) la protection des droits d'auteur, et (ii) la prolifération de contenus non humains. Des plateformes comme Deezer ont d'ores et déjà pris des mesures face à ce phénomène, estimant que plus de 10.000 morceaux générés par IA leur sont soumis chaque jour.

¹⁷ Notamment « Spotify » avec son offre « *Spotify Discovery Mode* » qui est un outil de promotion qui permet aux artistes d'augmenter la visibilité de certains titres *via* les recommandations algorithmiques, en contrepartie d'un taux de *royalties* réduit sur les écoutes générées.

4 Analyse financière de Believe

Les comptes consolidés de Believe, présentés ci-après, ont été établis conformément aux normes IFRS. Ces derniers ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes de la Société¹⁸.

4.1 Compte de résultat consolidé de Believe sur la période 2020-2024

L'évolution du compte de résultat du Groupe Believe est résumée ci-après :

Tableau 2 - Compte de résultat consolidé de Believe sur la période 2020-2024 (en M€)

En M€ - sur 12 mois	2020	2021	2022	2023	2024
Chiffre d'affaires	441,4	577,2	760,8	880,3	988,8
<i>Croissance (en %)</i>	<i>11,9%</i>	<i>30,7%</i>	<i>31,8%</i>	<i>15,7%</i>	<i>12,3%</i>
Coût des ventes	(283,3)	(383,5)	(508,3)	(596,1)	(655,6)
Marge brute	158,1	193,7	252,5	284,2	333,2
<i>Marge (en % du chiffre d'affaires)</i>	<i>35,8%</i>	<i>33,6%</i>	<i>33,2%</i>	<i>32,3%</i>	<i>33,7%</i>
Frais marketing et commerciaux	(115,5)	(131,1)	(164,1)	(192,7)	(203,9)
Frais technologie et produits	(24,6)	(35,7)	(56,7)	(56,5)	(66,0)
Frais généraux et administratifs	(35,9)	(41,4)	(50,4)	(54,5)	(56,1)
Autres produits / (charges) opérationnels	(3,8)	(6,4)	(4,9)	1,7	(10,1)
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	-	1,4	1,2	(0,3)	0,8
Résultat opérationnel	(21,7)	(19,6)	(22,3)	(18,1)	(2,1)
<i>Marge (en % du chiffre d'affaires)</i>	<i>(4,9%)</i>	<i>(3,4%)</i>	<i>(2,9%)</i>	<i>(2,1%)</i>	<i>(0,2%)</i>
Coût de l'endettement financier	(2,0)	(2,3)	1,2	4,2	1,6
Autres produits / (charges) financiers	4,9	(4,2)	7,2	6,3	5,7
Résultat financier	2,9	(6,5)	8,4	10,5	7,3
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	(0,6)	-	-	-	-
Résultat avant impôts	(19,4)	(26,1)	(13,9)	(7,5)	5,2
Impôts sur le résultat	(6,9)	(2,5)	(11,1)	4,9	(4,6)
Résultat net	(26,3)	(28,6)	(25,0)	(2,7)	0,6
<i>Marge (en % du chiffre d'affaires)</i>	<i>(6,0%)</i>	<i>(5,0%)</i>	<i>(3,3%)</i>	<i>(0,3%)</i>	<i>0,1%</i>
Part du Groupe	(26,8)	(30,0)	(29,8)	(5,5)	(3,1)
Part des participations ne donnant pas le contrôle	0,6	1,4	4,8	2,8	3,6

Sources : DEU 2021 à 2024

● Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires du Groupe est principalement généré par (i) des ventes numériques¹⁹, (ii) des ventes de supports physiques et de livre et (iii) des revenus de l'édition musicale.

¹⁸ À savoir KPMG SA et Aca Nexia.

¹⁹ Les ventes numériques sont générées via deux modèles d'affaires : les Solutions *Premium* qui constituent une vente de licence de propriété intellectuelle sur le catalogue des œuvres musicales sur lesquelles le Groupe détient des droits, et les Solutions Automatisées qui constituent un service d'intermédiation permettant au producteur de distribuer son catalogue sur les plateformes de son choix (cf. ci-avant §2.4).

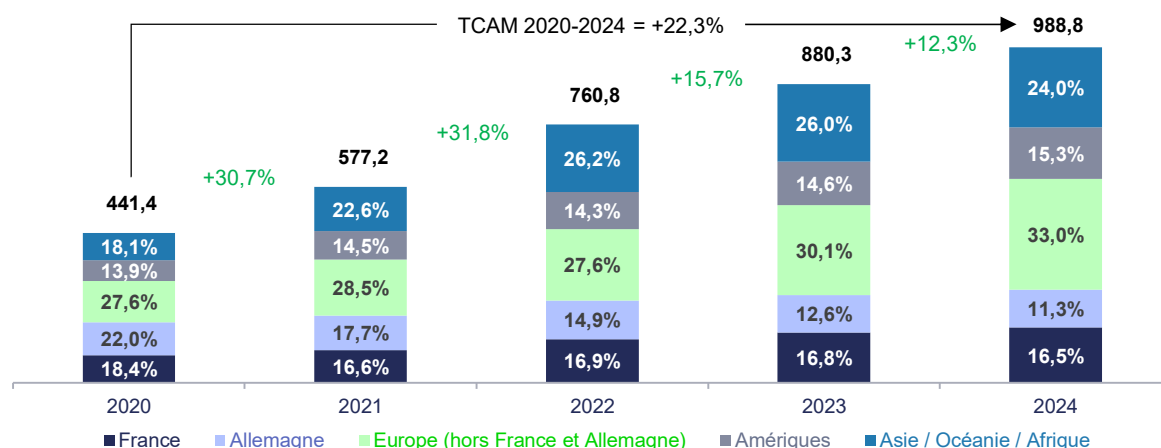
Au 31 décembre 2024, le chiffre d'affaires du Groupe s'élève à 988,8 M€, en hausse de +12,3% par rapport à 2023, reflétant une croissance organique de +11,5%. Cette dernière était initialement prévue à +18% et avait été revue à la baisse à 12% le 1^{er} août 2024²⁰. Ce chiffre d'affaires est également en retrait par rapport au budget 2024 tel qu'intégré dans le plan d'affaires établi en décembre 2023 par la Société.

Comme indiqué ci-avant, l'offre de Believe est structurée autour de deux solutions pour répondre aux besoins digitaux des artistes et labels indépendants :

- **Solutions Premium (93,5% du chiffre d'affaires 2024)** : Ces solutions visent à optimiser la commercialisation et la promotion des contenus musicaux des labels et artistes selon un modèle de partage de revenus. Elle comprend également des solutions pour le développement des artistes dans les domaines des ventes de supports physiques, des produits dérivés, de la synchronisation et des droits voisins. L'acquisition de Sentric Music a permis à Believe d'étendre ses capacités en matière d'édition musicale ;
- **Solutions Automatisées (6,5% du chiffre d'affaires 2024)** : Via la plateforme TuneCore, Believe permet aux artistes de distribuer automatiquement leurs contenus audio sur les plateformes numériques et les réseaux sociaux, en échange d'un abonnement ou d'un partage de revenus. Cette offre peut être complétée par des solutions de synchronisation et d'édition musicale, grâce aux capacités avancées de Sentric Music.

Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe par zone géographique s'établit de la manière suivante depuis 2020 :

Figure 10 - Répartition géographique du chiffre d'affaires de Believe depuis 2020 (en M€)



Sources : DEU 2021 à 2024, analyses Finexsi

Believe réalise la majorité de son chiffre d'affaires en Europe (60,7% en 2024 - France et Allemagne inclus contre 68,0% en 2020).

²⁰ « [...] Sur la base de ces hypothèses, Believe table désormais sur une croissance organique d'environ +12 % (contre environ +18 % initialement) » - Chiffre Clés du 1er semestre 2024 communiqué par Believe le 1er août 2024.

En lien avec ce qui précède (cf. §3.2.4), la contribution en chiffre d'affaires des zones France et Allemagne ressort en légère baisse sur la période observée, contre une augmentation de la zone Asie / Océanie / Afrique. Cette évolution s'analyse en parallèle de l'évolution des taux de pénétration des abonnements musicaux selon les zones géographiques.

L'évolution du chiffre d'affaires du Groupe sur la période observée s'analyse comme suit :

- Le chiffre d'affaires 2020 du Groupe s'est établi en hausse de +11,9% par rapport à l'exercice 2019. Cette croissance, qui s'établit en deçà de la croissance annuelle moyenne de +22,3% (sur la période 2020-2024), est due notamment à la pandémie de Covid-19. En effet, le chiffre d'affaires issu du streaming gratuit (financé par la publicité) a baissé en raison de la baisse des dépenses en publicité par les annonceurs. De plus, le chiffre d'affaires du Groupe sur les ventes de supports physiques et sur l'activité du live a également baissé (avec un impact moindre sur la croissance, car ces activités représentaient dès lors environ 11% du chiffre d'affaires) ;
- En 2021, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 577,2 M€, soit une hausse de +30,7% par rapport à 2020. Cette hausse résulte principalement d'une croissance organique (+29,9%, à taux de change constant), liée à la reprise du marché post crise de la Covid-19 (cf. §3.2.2) de la musique numérique et des dépenses publicitaires des annonceurs ;
- L'exercice 2022 est marqué par une croissance encore plus significative du chiffre d'affaires (+31,8% par rapport à 2021). Cette croissance est liée à la croissance des ventes numériques (+33,8%), reflétant l'augmentation (i) du *streaming* payant, (ii) de la monétisation de la publicité et (iii) des parts de marché sur les principaux services de *streaming* dans les pays matures et émergents. Dans une moindre mesure, la hausse du chiffre d'affaires est due aux ventes non-numériques et notamment grâce à Live Affair²¹, qui a organisé le concert de Jul au Vélodrome en juin 2022 ;
- En 2023, la croissance du chiffre d'affaires s'élève à +15,7% par rapport à 2022. Cette décélération de la croissance est due notamment au ralentissement de la croissance du *streaming* financé par la publicité, malgré l'augmentation du *streaming* par abonnement payant (baisse du nombre total d'abonnés, compensée par une augmentation des tarifs des abonnements) et le gain de parts de marché supplémentaires dans les différentes géographies (notamment en Europe du Sud et Europe de l'Est). Sur les ventes non-numériques, le chiffre d'affaires est en forte augmentation (+48,2%), en raison notamment de l'acquisition des activités d'édition musicale de Sentric ;
- Au 31 décembre 2024, le chiffre d'affaires s'élève à 988,8 M€ (soit une hausse de +12,3%). Cette croissance est liée à la résilience du *streaming* par abonnement. Toutefois, la hausse des prix des abonnements qui était attendue ne s'est pas concrétisée et le *streaming* financé par la publicité n'a pas retrouvé le niveau antérieur à 2023.

Le chiffre d'affaires du Groupe s'établit ainsi globalement en forte hausse sur la période observée (2020-2024), avec une croissance annuelle moyenne de +22,3% du chiffre d'affaires (+22,1% du chiffre d'affaires organique à taux de change constant) sur une période marquée par des événements significatifs comme la Covid-19 ou l'après-Covid-19.

²¹ Créée en 2019 au sein de Believe, Live Affair est une structure dédiée aux spectacles qui a pour objectif d'accompagner les artistes sur scène.

• Marge brute

Le coût des ventes du Groupe correspond essentiellement aux versements aux artistes et labels suivis par le Groupe. Le taux moyen de versement varie en fonction du profil du client (label ou artiste) et du niveau de service fourni : il s'établit en moyenne entre 60% et 90% pour l'offre *Label & Artist Solutions*, et entre 50% et 70% pour l'offre *Artist Services*.

La marge brute de Believe évolue peu sur la période d'observation, et s'établit en moyenne à 33,7% du chiffre d'affaires.

• EBITDA Ajusté

Le Groupe communique sur l'EBITDA Ajusté et utilise cet agrégat comme indicateur de performance. Ce dernier s'entend comme le résultat opérationnel retraité (i) des amortissements et dépréciations, (ii) des paiements fondés sur les actions (IFRS 2), (iii) des autres produits et charges opérationnels et (iv) des amortissements des actifs identifiés à la date d'acquisition, nets des impôts différés pour la quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence.

Nous présentons ci-dessous les contributions à l'EBITDA Ajusté des offres de Believe et le tableau de passage du résultat opérationnel à l'EBITDA Ajusté :

Tableau 3 – Évolution de l'EBITDA Ajusté sur la période 2020-2024 (en M€)

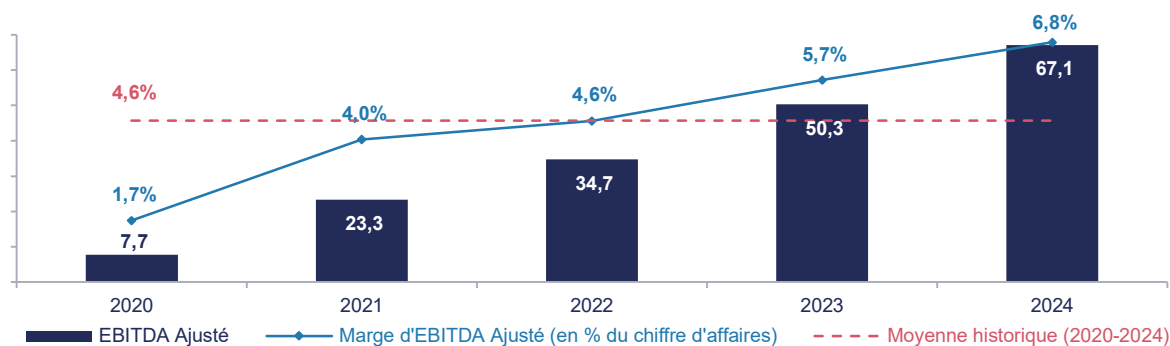
En M€ - sur 12 mois	2020	2021	2022	2023	2024
Solutions Premium	53,1	78,0	101,3	118,3	142,4
(en % du chiffre d'affaires)	12,0%	13,5%	13,3%	13,4%	14,4%
Solutions Automatisées	7,5	5,3	6,6	10,1	12,6
(en % du chiffre d'affaires)	1,7%	0,9%	0,9%	1,1%	1,3%
Plateforme Centrale	(53,0)	(60,0)	(73,2)	(78,1)	(87,9)
(en % du chiffre d'affaires)	(12,0%)	(10,4%)	(9,6%)	(8,9%)	(8,9%)
EBITDA Ajusté	7,7	23,3	34,7	50,3	67,1
Marge d'EBITDA Ajusté (en % du chiffre d'affaires)	1,7%	4,0%	4,6%	5,7%	6,8%
Croissance (en %)	n.a.	202,6%	48,9%	45,0%	33,4%
Charges de dépréciations et d'amortissements	(24,7)	(33,7)	(44,9)	(61,3)	(50,4)
Paiements fondés sur des actions	(1,2)	(2,5)	(6,5)	(8,0)	(8,0)
Autres produits et charges opérationnels	(3,8)	(6,4)	(4,9)	1,7	(10,1)
Amortissements des actifs identifiés à la date d'acquisition	0,3	(0,4)	(0,8)	(0,8)	(0,7)
Résultat opérationnel	(21,7)	(19,6)	(22,3)	(18,1)	(2,1)

Sources : DEU 2020 à 2024, analyses Finexsi

La marge d'EBITDA Ajusté passe de 1,7% en 2020 à 6,8% en 2024. Cette amélioration s'explique en partie par la maîtrise des coûts liés à la plateforme centrale²², passant de 12,0% du chiffre d'affaires en 2020 à 8,9% en 2024. Ces derniers comprennent principalement (i) des frais généraux et administratifs, correspondant au coût des équipes support opérationnelles, (ii) des frais de personnel interne et externe impliqués dans le développement des plateformes technologiques, et (iii) de frais *marketing* et commerciaux. Il est à noter qu'une partie de ces coûts est par ailleurs capitalisée (en moyenne 3,3% du chiffre d'affaires par an sur la période analysée).

Bien qu'en forte croissance par rapport à 2023, et avec un niveau de marge légèrement supérieur aux prévisions, l'EBITDA Ajusté à fin 2024 (67,1 M€ représentant 6,8% du CA) demeure toutefois légèrement en retrait en valeur absolue par rapport au budget 2024.

Figure 11 - Évolution historique de l'EBITDA Ajusté (en M€) et de la marge d'EBITDA Ajusté (en % du chiffre d'affaires) de 2020 à 2024



Sources : DEU 2020 à 2024, analyses Finexsi

● Résultat financier et résultat net

Le résultat financier du Groupe se compose principalement (i) des charges d'intérêts liées aux dettes financières et locatives, (ii) des produits financiers de trésorerie (intérêts sur comptes à terme et points de termes des *swaps* de devises) et (iii) des autres produits et charges financiers²³.

Le résultat net (part du Groupe) suit les mêmes tendances que celles susmentionnées au niveau de l'EBITDA Ajusté. Il est à noter que ce dernier était déficitaire sur les exercices 2020 à 2024.

²² Cette plateforme assure un niveau de service uniforme à l'échelle mondiale, tout en générant des économies d'échelle. Elle développe des outils et processus destinés à soutenir les équipes locales et centrales dans le déploiement des offres auprès des artistes et des labels.

²³ Composés principalement des gains et pertes de change, et des effets de l'hyperinflation à la suite du classement de la Turquie dans la liste des économies hyper-inflationnistes le 30 avril 2022.

4.2 Bilan consolidé de Believe sur la période 2020-2024

Tableau 4 - Bilan consolidé sur la période 2020-2024 (en M€)

En M€ - au 31 décembre	2020	2021	2022	2023	2024
Goodwill	80,4	98,9	107,7	141,2	148,0
Autres immobilisations incorporelles	111,0	118,1	122,0	135,6	146,5
Immobilisations corporelles	34,7	31,2	27,1	31,0	40,6
Avances aux artistes et labels - part non courante	48,3	77,9	87,8	155,5	193,3
Participations dans les sociétés mises en équivalence	12,8	49,4	50,7	48,8	71,9
Actifs financiers non courants	6,2	3,9	6,5	9,6	11,2
Actifs d'impôts différés	4,4	4,1	5,7	20,1	24,4
Actifs non courants	297,8	383,5	407,4	541,7	635,8
Stocks	4,0	4,6	5,6	4,1	4,0
Créances clients	110,4	136,6	158,5	200,2	249,5
Avances aux artistes et labels - part courante	60,5	88,0	90,7	103,1	99,8
Autres actifs courants	30,2	29,4	32,1	38,3	34,6
Actifs d'impôts courants	4,8	7,3	6,3	4,1	4,3
Actifs financiers courants	-	0,7	0,9	1,4	4,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	152,3	262,7	303,3	214,2	139,8
Actifs courants	362,2	529,4	597,4	565,4	536,1
Total des actifs	660,0	912,8	1 004,8	1 107,0	1 171,9
Capitaux propres - Part du Groupe	144,9	402,2	375,9	370,8	359,3
Participations ne donnant pas le contrôle	6,6	2,9	9,0	8,4	1,2
Capitaux propres	151,5	405,1	384,9	379,2	360,5
Provisions	1,7	1,9	1,2	2,0	2,4
Passifs d'impôts différés	14,8	16,5	22,6	20,7	19,8
Dettes fournisseurs et passifs sur contrats	333,0	411,2	509,3	611,8	686,0
Passifs d'impôts courants	2,0	1,4	2,0	4,4	4,6
Total des passifs et des capitaux propres	660,0	912,8	1 004,8	1 107,0	1 171,9

Sources : DEU 2020 à 2024

Le **Goodwill** à fin décembre 2024 s'élève à 148,0M€, soit 12,6% du total de l'actif du Groupe.

Comme précisé précédemment (cf. §2.3), la hausse du Goodwill reflète la stratégie de croissance externe du Groupe. Sur la période, les principales hausses du poste reflètent notamment la comptabilisation d'un écart d'acquisition de 17,0 M€ pour l'acquisition de SPI Think Music en 2021, et de 36,0 M€ relatif à l'acquisition de Sentric Music en 2023.

Depuis 2020, le Groupe réalise en moyenne trois acquisitions majoritaires par exercice, étant rappelé que la croissance externe a été suspendue en 2022 compte tenu du contexte susmentionné.

Les **autres immobilisations incorporelles** (146,5 M€ au 31 décembre 2024) comprennent les catalogues acquis par le Groupe (52,3 M€), les marques (25,3 M€), les relations avec les artistes et les labels (18,1 M€), les logiciels (24,1 M€) qui correspondent essentiellement aux coûts de développement capitalisés, ainsi que les coûts de développement en cours de la plateforme technologique du Groupe (24,2 M€).

Les **immobilisations corporelles** du Groupe (40,6 M€ au 31 décembre 2024) correspondent essentiellement aux droits d'utilisation relatifs à l'application de la norme IFRS 16 (33,5 M€), ainsi que d'immobilisations corporelles détenues en propre (7,0 M€) composées d'agencements et d'installations générales, de matériel informatique et de bureau.

Au 31 décembre 2024, les participations dans les **sociétés mises en équivalence** s'élèvent à 71,9 M€, et sont composées principalement de (i) Global Records SRL (24,9 M€ pour 25%, acquis en 2024), (ii) Viva Music and Artists Group Inc. (22,5 M€ pour 15%, acquis en 2021), (iii) Play 2 SAS (12,7 M€ pour 25%, acquis en 2021) et (iv) de Groupe Lili Louise (9,8 M€ pour 45%, acquis en 2018).

L'évolution du **besoin en fonds de roulement (BFR)** de Believe entre 2020 et 2024 est présentée ci-après :

Tableau 5 - Évolution historique du BFR depuis 2020 (en M€)

En M€ - au 31 décembre	2020	2021	2022	2023	2024
Stock	4,0	4,6	5,6	4,1	4,0
Créances clients	110,4	136,6	158,5	200,2	249,5
Avances aux artistes et labels	108,8	166,0	178,5	258,6	293,1
Dettes fournisseurs et passifs sur contrats	(333,0)	(411,2)	(509,3)	(611,8)	(686,0)
BFR d'exploitation	(109,8)	(104,0)	(166,8)	(148,9)	(139,4)
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>(24,9%)</i>	<i>(18,0%)</i>	<i>(21,9%)</i>	<i>(16,9%)</i>	<i>(14,1%)</i>
Autres actifs courants	30,2	29,4	32,1	38,3	34,6
Actifs d'impôts courants	4,8	7,3	6,3	4,1	4,3
Autres passifs courants*	(28,7)	(27,4)	(31,9)	(40,6)	(39,1)
Passifs d'impôts courants	(2,0)	(1,4)	(2,0)	(4,4)	(4,6)
BFR hors exploitation	4,3	7,9	4,4	(2,6)	(4,9)
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,4%</i>	<i>0,6%</i>	<i>(0,3%)</i>	<i>(0,5%)</i>
BFR	(105,5)	(96,1)	(162,3)	(151,5)	(144,2)
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>(23,9%)</i>	<i>(16,6%)</i>	<i>(21,3%)</i>	<i>(17,2%)</i>	<i>(14,6%)</i>
Variation de BFR	n.a	9,4	(66,2)	10,8	7,2

* Pour des raisons de comparabilité, le poste « Autres passifs courants » a été retraité du contrat à terme conclu pour l'acquisition des 24% restants de SPI Music (de 14,3 M€, auparavant classé en non-courant).

Note : le Besoin en Fonds de Roulement tel que présenté ci-dessus diffère de celui présenté dans les comptes consolidés de Believe en raison de la non-prise en compte par Finexsi des postes « Actifs financiers courants²⁴ » et « Provisions courantes » qui sont appréhendés dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ou déjà inclus dans les flux du plan d'affaires (cf. ci-après).

Sources : DEU 2020 à 2024, analyses Finexsi

Le BFR du Groupe est structurellement négatif, ce qui constitue une ressource de financement. En effet, le modèle économique du Groupe prévoit un reversement aux artistes de leur quote-part de revenus générés au travers des plateformes de distribution numérique, après avoir reçu le paiement desdites plateformes. Cependant, compte tenu de la stratégie du Groupe et du développement de l'activité « Artists Services » qui en découle, le poids des avances consenties aux artistes devrait être croissant, et la structure du BFR devrait ainsi se dégrader au fil des années, le système des avances permettant de capter et de fidéliser les artistes. Sur ces bases, le BFR devrait devenir positif à moyen terme.

²⁴ Ce poste correspond aux comptes séquestres liés à l'activité Live de Believe.

Le Groupe est historiquement en situation de **trésorerie nette positive**.

Tableau 6 - Évolution de l'endettement financier net consolidé depuis 2020 du Groupe (en M€)

En M€ - au 31 décembre	2020	2021	2022	2023	2024
Trésorerie et équivalents de trésorerie	152,3	262,7	303,3	214,2	139,8
Emprunts auprès des établissements de crédit	(91,1)	(3,2)	(1,8)	(0,9)	(0,2)
Coûts de financement différés	0,6	0,9	0,6	0,4	0,1
Swap de taux	(0,2)	-	-	-	-
Dettes financières (hors dettes locatives) - non courant	(90,8)	(2,4)	(1,2)	(0,5)	(0,1)
Emprunts auprès des établissements de crédit – part courante	(8,9)	(2,0)	(1,9)	(1,1)	(0,9)
Swap de change	-	(0,2)	(0,6)	(0,0)	(0,0)
Coûts de financement différés	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Intérêts courus	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,4)
Trésorerie passive	(0,0)	(0,0)	-	-	-
Dettes financières (hors dettes locatives) - courant	(8,9)	(2,1)	(2,3)	(1,2)	(1,1)
Endettement financier brut	(99,6)	(4,4)	(3,5)	(1,7)	(1,2)
Trésorerie / (dette) nette pré-IFRS 16	52,7	258,3	299,9	212,5	138,6
Dettes locatives (IFRS 16)	(28,7)	(28,9)	(29,0)	(30,2)	(38,8)
Trésorerie / (dette) nette post-IFRS 16	24,0	229,4	270,9	182,3	99,8

Sources : DEU 2021 à 2024, analyses Finexsi

Lors de son introduction en bourse en 2021, le Groupe a utilisé une partie des fonds levés *via* l'augmentation de capital (300 M€) pour rembourser intégralement un ancien contrat de crédit. En parallèle, la Société a mis en place un nouveau contrat de crédit renouvelable (RCF ou « *Revolving Facility Agreement* ») avec un syndicat de banques internationales²⁵, pour un montant maximum de 170 M€.

Au 31 décembre 2024, cette ligne de crédit n'est pas tirée.

Les **provisions** de Believe sont principalement constituées d'engagements de retraite et de provisions pour licenciement.

En 2024, une plainte pour violation des droits d'auteur pour 500 M\$ a été déposée par UMG Recordings, Inc., Capitol Records, LLC, Capital CMG, Inc., ABKCO Music & Records, Inc., et Concord Music Group, Inc. Tel qu'indiqué dans le DEU 2024, nous comprenons que la Société Believe réfute ces allégations et les déclarations faites par les plaignants et les combattra. Pour ces raisons, aucune provision n'a été comptabilisée à ce jour compte tenu de la difficulté pour le Groupe d'estimer les potentiels impacts financiers.

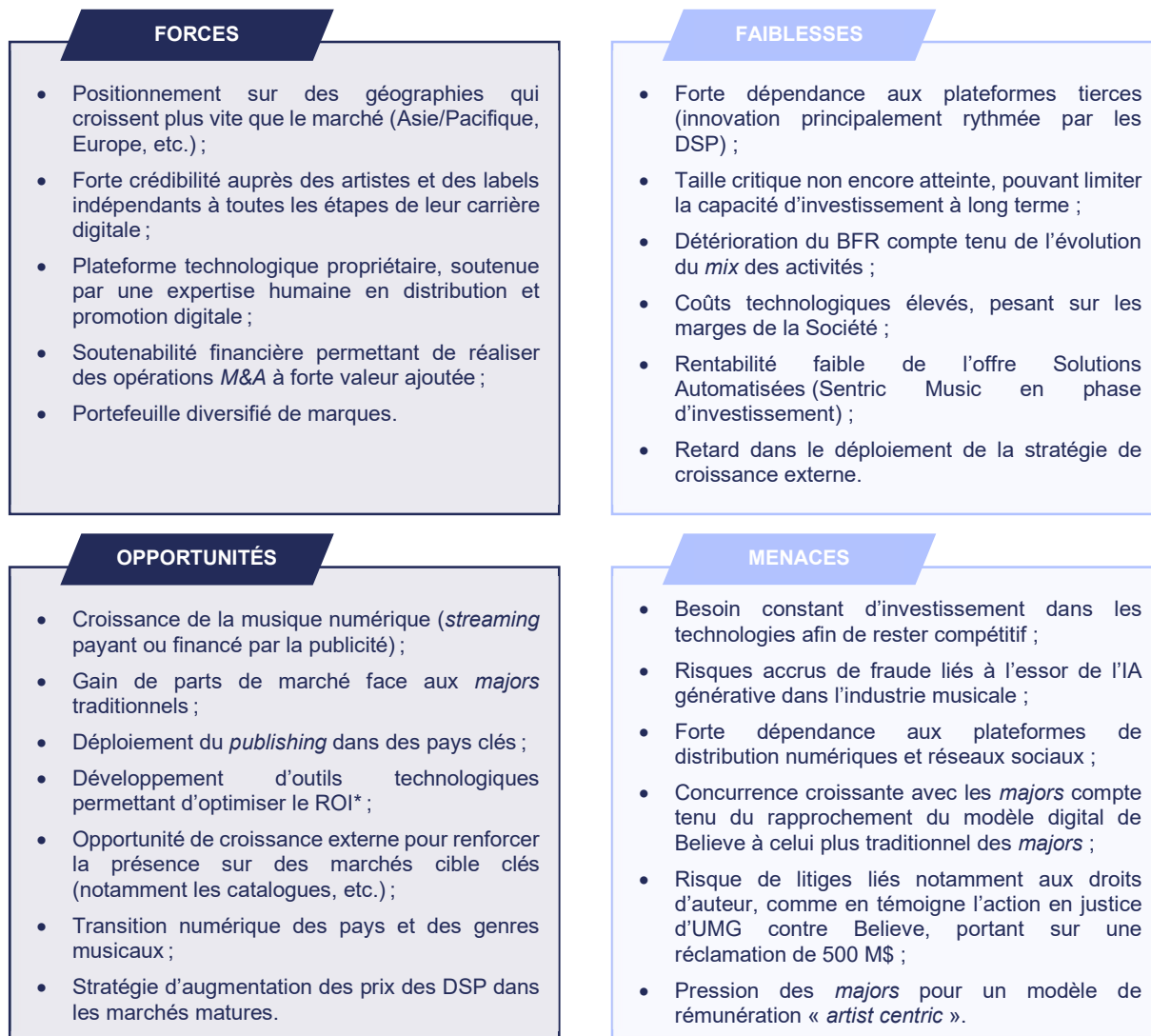
Les **actifs d'impôts différés** au titre des déficits fiscaux reportables s'établissent à environ 10 M€ au 31 décembre 2024. Les actifs d'impôts différés non reconnus au titre des déficits fiscaux reportables s'établissent à 29,2 M€ à la même date, en raison du manque de visibilité sur les bénéfices fiscaux futurs des entités concernées.

²⁵ À savoir BNP Paribas, Caisse d'Épargne et de Prévoyance d'Île-de-France, HSBC Continental Europe, Société Générale, Neufilze OBC et la Banque Postale.

5 Matrice SWOT

Nous présentons ci-après les forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles celui-ci est confronté sur ses marchés :

Figure 12 – Matrice SWOT de Believe



* Return On Investment

Sources : Société, analyses Finexsi

6 Évaluation des actions de Believe

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société Believe, dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

6.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

6.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable (l'« **ANC** ») n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de la Société, car il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

À titre d'information, l'ANC consolidé part du Groupe au 31 décembre 2024 s'établit à 359,3 M€, soit une valeur par action de 3,57€ sur une base entièrement diluée.

6.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'Actif Net comptable Réévalué (l'« **ANR** ») consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (*holdings*, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché, et pour lesquelles les acquisitions et cessions de tels actifs constituent leur processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de Believe.

6.1.3 La valeur de rendement (*capitalisation du dividende*)

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par le management et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés bénéficiant d'une capacité de distribution suffisante avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Toutefois, la Société n'ayant jamais versé de dividende depuis son introduction en bourse et n'ayant pas annoncé au marché de prévisions précises en matière de distribution, nous ne retiendrons pas cette méthode. De plus, elle apparaît moins pertinente que l'approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (« **DCF** ») que nous mettons en œuvre.

6.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où le Groupe opère en continuité d'exploitation, ce qui conduit à appliquer des approches en cohérence avec ce principe permettant de valoriser de façon adaptée les actions Believe.

6.2 Critères d'évaluation retenus

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) (cf. §6.4.1).

À titre secondaire, nous retenons également :

- La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de Believe : l'Acquisition des Blocs et OPAS 2024 (cf. §6.4.2) ;
- La méthode analogique des comparables boursiers (cf. §6.4.3) ;
- La méthode analogique des transactions comparables (cf. §6.4.4) ;
- La référence au cours de bourse de Believe (cf. §6.4.5).

À titre indicatif, nous présentons :

- La référence aux objectifs de cours des trois analystes suivant encore le titre Believe (cf. §6.4.6).

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

6.3 Données de référence de Believe

6.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 31 mai 2025 (inchangé par rapport au 5 mai 2025). Sur ces bases, le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation est le suivant :

Tableau 7 - Nombre d'actions dilué retenu au 31 mai 2025

En unité	31/05/2025
Nombre d'actions composant le capital social	100 703 744
Nombre d'actions auto-détenues	-
Nombre d'actions à attribuer dans le cadre des plans d'actions gratuits	
Nombre d'actions retenu	100 703 744

Sources : Société, analyses Finexsi

Comme indiqué ci-avant (cf. 2.1), les plans AP2023 et AP2024 sont caducs.

Seuls quelques bénéficiaires de la première tranche de l'AP2022 ont acquis leurs actions, étant précisé que le taux d'atteinte est assez limité pour ce plan. Dès lors, un nombre de 85.248 actions a été émis par augmentation de capital le 5 mai 2025.

Compte tenu des éléments précédents, nos travaux de valorisation se fondent donc sur un nombre d'actions de 100.703.744 sur une base entièrement diluée.

6.3.2 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés de Believe au 31 décembre 2024.

Tableau 8 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Believe au 31 décembre 2024

En M€	31/12/2024
Endettement financier brut	(1,1)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	139,8
Trésorerie nette pré-IFRS 16	138,6
Engagements de retraite, nets d'impôts	(0,2)
Actifs financiers courants et non courants	15,3
Ajustements	15,1
Passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des fonds propres (VFP) - (dette) / trésorerie - DCF	153,7
Économie potentielle actualisée liée aux déficits fiscaux reportables	10,0
Provisions	(2,1)
Participations mises en équivalence	24,9
Passage de la VE à la VFP - (dette) / trésorerie - Transactions comparables	186,5
Participations mises en équivalence	(24,9)
Coût actualisé de rachat des intérêts minoritaires existants entre 2025E - 2030E et retraité des participations non consolidée	(61,8)
Coût actualisé de l'investissement du nouveau M&A 2025	(49,3)
Passage de la VE à la VFP - (dette) / trésorerie - Comparables boursiers 2025E	50,4
Coût actualisé de rachat des intérêts minoritaires existants entre 2026E - 2030E et retraité des participations non consolidée	(30,4)
Coût actualisé de l'investissement du nouveau M&A 2026	(65,7)
Passage de la VE à la VFP - (dette) / trésorerie - Comparables boursiers 2026E	(45,6)

Sources : URD 2024, analyses Finexsi

Au 31 décembre 2024, la trésorerie nette (hors IFRS 16) s'établit à 138,6 M€ et n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Nous avons ajusté la trésorerie nette de la Société des éléments suivants :

- Les engagements de retraite nets d'impôts pour -0,2 M€ ;
- Les actifs financiers correspondant notamment (i) aux produits de la billetterie des concerts dans les stades qui sont mis sous séquestre²⁶ jusqu'au concert (environ 3,8 M€), (ii) à des prêts accordés à certains labels (10,1 M€) ainsi que (iii) des titres non consolidés (1,2 M€) retenus pour leur valeur comptable. Le Management nous a confirmé que ces valeurs comptables reflétaient les valeurs réelles des titres.

S'agissant du DCF, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (avant IFRS 16) s'établit ainsi à 153,7 M€.

Pour les transactions comparables, nous avons ajusté la trésorerie nette susmentionnée des éléments suivants qui sont pris en compte dans les flux du DCF :

- L'économie potentielle actualisée liée aux déficits fiscaux reportables activés pour un montant total de +10,0 M€ ;
- Des provisions, constituées principalement de provisions pour licenciements (-2,1 M€) ;
- De la participation de 25% dans Global Records S.R.L., acquise en novembre 2024 et mise en équivalence pour un montant de +24,9 M€. Les flux relatifs à cette société ont été modélisés dans le plan d'affaires du Management ;

Ainsi, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'établit à 186,5 M€ pour la méthode des transactions comparables.

Pour les comparables boursiers, nous avons ajusté notre passage :

- De l'annulation de la participation de 25% du capital de Global Records S.R.L., mise en équivalence pour un montant de -24,9 M€ dans la mesure où celle-ci est prise en compte dans les EBITDA prévisionnels 2025E et 2026E du plan d'affaires du Management ;
- Du coût actualisé de rachat des intérêts minoritaires existants sur les périodes 2025E-2030E et 2026E-2030E, retraité des participations non consolidées, pour un montant de -61,8 M€ en 2025E et -30,4 M€ en 2026E (soit un décaissement cumulé de -92,2 M€). Ces décaissements sont modélisés dans le plan d'affaires du Management ;
- Des décaissements des nouvelles opérations de M&A pour -49,3 M€ en 2025E et -65,7 M€ en 2026E (soit un cumul des décaissements 2025E et 2026E de -115,0 M€). Ces décaissements sont modélisés dans le plan d'affaires du Management.

Ainsi pour notre approche par les comparables boursiers, notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'établit à 50,4 M€ pour l'application des multiples 2025E et à -45,6 M€ pour les multiples 2026E.

²⁶ Le compte séquestre a été libéré le 21 mai 2025.

Il est par ailleurs précisé que pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où (i) ces agrégats avant retraitements IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, notamment en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme a été retraitée par nos soins dans le plan d'affaires du Management sur lequel se fondent nos analyses. En conséquence, les trésoreries / (dettes) nettes présentées ci-avant n'intègrent pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant d'environ 38,8 M€ au 31 décembre 2024.

6.4 Mise en œuvre de la valorisation de Believe

6.4.1 Approche par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode de valorisation prend en considération les perspectives de développement propres à l'entreprise et représente la valeur fondamentale que peut récupérer l'acquéreur si le plan est mis en œuvre avec succès.

6.4.1.1 Présentation du plan d'affaires 2025E-2030E du Management

Conformément à la recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2025E-2030E établi par la Direction et approuvé par le Conseil d'administration de la Société le 13 mars 2025 (le « **Plan d'Affaires 2025** »).

Le Plan d'Affaires 2025 a été établi à partir des derniers résultats disponibles (comptes consolidés 2024) et des tendances de marché observées.

Il intègre des perspectives de croissance externe avec une enveloppe annuelle dédiée d'environ 120 M€²⁷. La stratégie de croissance externe repose sur l'acquisition en moyenne d'une dizaine de cibles sélectionnées chaque année, principalement orientées vers les catalogues qui s'achètent sur des multiples plus élevés mais devraient offrir une meilleure rentabilité et une contribution à la croissance du chiffre d'affaires plus faible.

²⁷ L'enveloppe globale de M&A couvre les nouvelles acquisitions, ainsi que les montées au capital des sociétés non détenues à 100%.

Il en résulte :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de +17,0%²⁸ (en ce compris une croissance organique annuelle moyenne de +14,3%) sur la période 2025E-2030E, porté notamment par l'expansion des activités non digitales, en particulier grâce à la montée en puissance de l'édition musicale dans des pays émergents stratégiques ;
- Une amélioration progressive de la marge d'EBITDA Ajusté²⁹ qui progresserait d'environ 6 points sur l'horizon du plan d'affaires pour atteindre 14,8% en 2030E. Cette amélioration reflète l'intégration d'actifs plus rentables, tels que les catalogues ainsi qu'une optimisation des coûts fixes de la plateforme centrale (mieux amortis à hauteur d'environ 3 points du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan d'affaires) et d'une meilleure efficacité des outils technologiques ;
- Le maintien d'une politique de rémunération intégrant une partie fondée sur des paiements en actions, dans les mêmes proportions que celles observées sur les années précédentes ;
- Une augmentation significative du BFR qui devient positif sur la période et qui représenterait environ 13,3% du chiffre d'affaires en 2030E. Cela résulte de l'évolution du *mix* de la Société et notamment de la hausse de l'activité « *Artist Services* » qui nécessite plus d'avances octroyées aux artistes et aux labels ; les avances permettant de soutenir la croissance organique espérée ;
- Des investissements (CAPEX) tenant compte :
 - Des CAPEX d'acquisition de cibles *M&A* qui se composent des dépenses liées au périmètre existant et celles liées aux nouvelles acquisitions pour un montant total d'environ 120 M€ par an ; et
 - Des CAPEX récurrents (en ce compris la R&D capitalisée) qui représentent en moyenne environ 0,8% du chiffre d'affaires et qui permettent de soutenir notamment le développement de la plateforme centrale.

Le Plan d'Affaires 2025 tel que présenté par le Management au Conseil d'administration n'intègre pas d'hypothèses de charges IFRS 2 liées aux paiements fondés sur des actions. Le principe de poursuite de cette rémunération ainsi que la modélisation des montants correspondants ont cependant été validés par une consultation écrite des administrateurs en date du 3 juin 2025. Elle prévoit des montants correspondant à 4,8% des coûts RH annuels, que nous avons donc intégrés dans nos travaux de valorisation. Ces prévisions sont méthodologiquement cohérentes avec celles validées en 2024 et utilisées à la fois par l'Expert Indépendant et les Établissements Présentateurs dans le cadre de l'OPAS.

²⁸ Le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires s'établit à 19,7% entre 2021 et 2024, avec un ralentissement de la croissance observée : 15,7% et 12,3% respectivement en 2023 et 2024.

²⁹ Non-retraité de la norme IFRS 16 et de la R&D capitalisée.

Sur ces bases, le Plan d'Affaires 2025 fait apparaître les écarts suivants par rapport au précédent plan d'affaires datant de décembre 2023 et approuvé par le Conseil d'administration de la Société du 12 janvier 2024 (le « **Plan d'Affaires 2024** ») :

- Le nouveau plan adopte une stratégie *M&A* sur les labels et englobe désormais des acquisitions ciblées de catalogues³⁰, supposées plus rentables tout en générant une croissance du chiffre d'affaires plus modérée. Cette évolution permet d'améliorer sensiblement la rentabilité à l'horizon du plan. Le Plan d'Affaires 2025 reflète les enseignements tirés des 18 derniers mois marqués par une intensification concurrentielle sur le *M&A* avec un renforcement des acquisitions par les *majors* et le déploiement de capacité supplémentaire par de nombreux fonds d'investissement, et par la non-concrétisation des projets de joint-venture, initialement prévus dans le Plan d'Affaires 2024 ;
- Le rythme d'acquisition reste comparable entre les deux plans. Toutefois, le Plan d'Affaires 2025 embarque environ 20 M€ de *cash-out* supplémentaires par an, correspondant à l'intégration dans ce plan d'un nombre accru d'acquisitions de catalogues (acquis à 100% vs. prises de participations minoritaires dans les labels avec montée progressive au capital) et des multiples plus élevés pour les labels dans les pays émergents en raison de l'environnement concurrentiel. Les acquisitions de catalogues contribuent favorablement à l'objectif de long terme de 15% de marge d'EBITDA en générant, toutefois, une croissance plus modérée du chiffre d'affaires ;
- La croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires reste ambitieuse sur la période 2025E-2030E. Si elle est en léger retrait par rapport aux prévisions précédentes (20,1% dans le Plan d'Affaires 2024 contre 17,0% dans le Plan d'Affaires 2025), elle est supérieure à celle des exercices 2023 et 2024 (respectivement de 15,7% et de 12,3%), elle s'explique par (i) la moindre contribution au chiffre d'affaires des nouvelles acquisitions, en lien avec la stratégie *M&A* évoquée ci-dessus, ainsi que (ii) l'ajustement des perspectives de marché, notamment en Europe et en Asie. Pour rappel, le Plan d'affaires 2024 anticipait une reprise dès 2024 du secteur publicitaire qui avait connu un ralentissement en 2023, reprise qui ne s'est finalement pas matérialisée, le chiffre d'affaires 2024 étant en retrait de l'ordre de 5% par rapport au Budget 2024 intégré dans le Plan d'Affaires 2024. Sur les trois dernières années, la monétisation des vidéos au format court (type « TikTok ») s'est accélérée, sans toutefois compenser le recul des formats longs. Le Management garde une vision ambitieuse avec une amélioration significative de la monétisation des vidéos longues sur les plateformes musicales, permettant de soutenir le niveau de croissance attendu ;
- La révision de l'approche *M&A* contribue à l'amélioration de la rentabilité opérationnelle, permettant une convergence plus rapide vers l'objectif cible à long terme fixé à 15% ;
- Les charges opérationnelles non courantes (charges de *restructuring*, autres provisions et frais d'intégration *M&A*), qui représentaient en moyenne 0,5% du chiffre d'affaires au cours des dernières années (hors coûts exceptionnels liés à l'IPO et l'OPAS), sont désormais intégrées dans le Plan d'Affaires 2025. Elles ont été modélisées de manière relativement stable, représentant entre 0,4% du chiffre d'affaires en 2025E (de l'ordre de 4,8 M€) et 0,2% du chiffre d'affaires en 2030E (de l'ordre de 5,4 M€). Ces charges n'étaient pas prises en compte dans le Plan d'Affaires 2024.

³⁰ Vs labels et JV dans le Plan d'Affaires 2024.

À l'issue de notre analyse du Plan d'Affaires 2025, nous formulons les observations suivantes :

- Il est inusuel de prendre en compte dans l'évaluation d'une société en *standalone* des opérations de croissance externe. Celles-ci sont par nature difficiles à simuler, car elles comportent de nombreuses incertitudes, notamment sur la possibilité de réaliser de telles opérations, sur les multiples payés, et sur les risques d'exécution notamment l'intégration des sociétés acquises. Dans le contexte très spécifique de cette opération où l'introduction en bourse de la Société en 2021 visait à lever des fonds pour mener à bien une politique de croissance externe volontariste, qui fait partie intégrante du modèle face aux *majors* et que la communication financière du Groupe a relayée depuis cette dernière, il semble néanmoins cohérent de tenir compte de celle-ci dans nos travaux d'évaluation. Au-delà des opérations identifiées, sa modélisation reste complexe et cette approche inusuelle, voire inédite, est favorable à l'actionnaire minoritaire ;
- Nous avons ensuite examiné le montant investi chaque année au regard des objectifs annoncés depuis l'introduction en bourse, notamment celui de l'atteinte d'une marge d'EBITDA ajusté autour de 15% à long terme. S'agissant, au-delà des opérations identifiées, d'un objectif de long terme, il convient d'intégrer dans la modélisation l'expérience des opérations réalisées, et d'identifier au regard des flux futurs prévisionnels un niveau de risque estimé qui soit cohérent et raisonnable au regard de cet objectif. À ce titre, nous rappelons que les objectifs de croissance externe affichés lors de l'introduction en bourse de la Société en termes d'investissements et de chiffre d'affaires additionnels n'ont été atteints, respectivement qu'à hauteur d'environ 63% et d'environ 10%. Nous avons cependant choisi de conserver la totalité de ces opérations, et n'avons pas retenu de prime de risque spécifique, liée aux risques d'exécution (prix payés et intégration des cibles à un rythme soutenu), ce qui est une hypothèse favorable à l'actionnaire, car elle valorise pleinement la croissance externe que le Groupe ambitionne de réaliser ;
- Les données prévisionnelles reflètent les ambitions du Management en termes de gain de parts de marché dans un marché de la musique en profonde mutation, ainsi qu'en termes d'amélioration de la rentabilité. Ces objectifs reposent notamment sur une politique active de croissance externe, dont nous rappelons que (i) le volume annuel d'opérations de *M&A* envisagé sur les cinq prochaines années est supérieur à celui observé sur les années précédentes et (ii) les cibles d'acquisition ne sont, à ce stade, pas identifiées au-delà de 2025 ;
- Sur la base de ce qui précède, nous présentons ci-après les résultats de nos travaux hors prise en compte du *M&A* (§6.4.1.5) puis avec prise en compte du *M&A* (§6.4.1.6) ;
- Ce plan d'affaires ne prend pas en compte d'aléa particulier concernant le contentieux en cours aux États-Unis relatif à une violation présumée de droits d'auteur, opposant la Société à Universal Music Group (UMG), pour un montant total réclamé de 500 M\$³¹ dont il est difficile de fixer la valeur à date. Nous notons toutefois qu'une médiation est en cours, dont l'issue reste incertaine ;
- Ce plan d'affaires apparaît ainsi volontariste, tant par les hypothèses retenues que par les ambitions affichées sur la période projetée, ce qui est favorable à la valeur et donc aux actionnaires.

³¹ À titre d'exemple, si nous avons tenu compte d'une provision d'environ 1/5 du montant réclamé soit environ 100 M\$, l'impact sur la valeur centrale du DCF serait de -0,89€ par action Believe (hypothèse 1 USD = 0,89€ au 15 mai 2025).

6.4.1.2 Détermination des flux de trésorerie

Extrapolation

Afin d'intégrer pleinement l'impact à long terme de la stratégie de croissance externe du Groupe, nous avons extrapolé le plan d'affaires sur six années supplémentaires, couvrant ainsi la période 2031E-2036E, qui repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires progressivement aligné avec le taux de croissance à l'infini retenu dans le flux normatif (cf. ci-après) ;
- Un taux de marge d'EBITDA Ajusté qui tend vers l'objectif long terme de 15% ;
- Un BFR qui résulte des hypothèses approuvées par le Management au-delà de l'horizon explicite du plan d'affaires. Le BFR croît progressivement puis se stabilise à son niveau normatif estimé par le Management en valeur terminale, soit environ 17,3% du chiffre d'affaires, niveau considéré comme cible par le Management au regard de l'évolution du *mix* envisagé ;
- La montée au capital des cibles *M&A* : seuls les décaissements liés aux engagements existants vis-à-vis des actionnaires minoritaires des sociétés contrôlées ou aux prises de contrôle des sociétés dont l'acquisition d'une part minoritaire est modélisée dans le Plan d'Affaires 2025 ont été intégrées, afin d'obtenir une vision normative à 100% sans intérêts minoritaires. Aucune nouvelle acquisition n'a été modélisée à partir de 2030E ;
- Des amortissements qui tendent progressivement vers un niveau de CAPEX normatif hors croissance externe (1,2% du chiffre d'affaires) ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés de 25,0%, conforme au taux pondéré par géographie appliqué à la Société.

Actualisation des flux

Dans la mesure où le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des derniers comptes au 31 décembre 2024, nous avons considéré comme premier flux du DCF le flux 2025.

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-période.

6.4.1.3 Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 3,0% a été appliqué au flux normatif, en ligne avec la moyenne pondérée des prévisions d'inflation à long terme par le chiffre d'affaires par zone géographique attendu en 2029E³².

Le flux normatif a par la suite été construit avec les mêmes paramètres susvisés que pour la période d'extrapolation.

6.4.1.4 Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût des fonds propres de Believe pour actualiser les flux de trésorerie futurs compte tenu de la position de trésorerie nette de la Société au 31 décembre 2024. Ce taux a été estimé à 11,08% sur la base des éléments suivants :

- Un taux sans risque de 3,21% correspondant au taux moyen de l'OAT TEC 10 ans (moyenne 6 mois au 30/04/2025 - Source : Banque de France) ;
- Une prime de risque du marché des actions de 5,18% (moyenne 6 mois - Source modèle interne Finexsi à la même date) ;
- Un bêta intrinsèque désendetté de la Société de 1,52 observé depuis l'introduction en bourse de la Société et jusqu'à l'annonce de l'OPAS³³.

6.4.1.5 Résultats de l'évaluation hors M&A

En *standalone* i.e. sans prise en compte de la croissance externe, le montant des fonds propres s'établit à 1.525 M€, soit 15,14€ par action Believe.

Les sensibilités de la valeur par action Believe à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de +/- 0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de +/- 0,25 point), sont présentées ci-après :

Tableau 9 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et de taux de croissance à l'infini

		Coût des fonds propres (%)				
		10,58%	10,83%	11,08%	11,33%	11,58%
Taux de croissance à l'infini (%)	3,50%	17,21 €	16,50 €	15,83 €	15,22 €	14,64 €
	3,25%	16,79 €	16,11 €	15,48 €	14,89 €	14,33 €
	3,00%	16,39 €	15,74 €	15,14 €	14,58 €	14,05 €
	2,75%	16,01 €	15,40 €	14,82 €	14,28 €	13,78 €
	2,50%	15,66 €	15,08 €	14,52 €	14,01 €	13,52 €

Sources : analyses Finexsi

³² Source : FMI, « World Economic Outlook Database » - inflation, average consumer prices - Octobre 2024.

³³ Arrêté au 4 décembre 2023, veille de la date de publication d'un article de presse faisant état de rumeurs concernant un rachat potentiel de la Société (cf. §6.4.5).

Cette analyse *standalone* met en exergue des valeurs comprises entre 14,58€ et 15,74€ par action Believe, avec une valeur centrale de 15,14€. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +18,0% sur la borne basse, une prime de +13,6% sur la valeur centrale et une prime de +9,3% sur la borne haute de notre fourchette.

6.4.1.6 Résultats de l'évaluation avec M&A

En tenant compte de la pleine valeur de la contribution de la croissance externe qui nous le rappelons est inusuel et favorable à l'actionnaire minoritaire dans un contexte où la plupart des cibles M&A modélisées dans le Plan d'Affaires 2025 ne sont pas identifiées à date, la valeur d'entreprise de Believe ressort en valeur centrale à 1.483 M€, dont 94,7% résultent de la valeur terminale au-delà de l'horizon extrapolé qui intervient à un horizon de 13 ans. Compte tenu des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, le montant des fonds propres s'établit à 1.637 M€, soit 16,26€ par action Believe.

Les sensibilités de la valeur par action Believe à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de +/- 0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de +/- 0,25 point), et (ii) du taux d'actualisation (de +/- 0,25 point) et du taux de marge d'EBITDA Ajusté (*post-IFRS 16* et *post R&D capitalisée*) normatif (de +/- 0,5 point) sont présentées ci-après :

Tableau 10 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et de taux de croissance à l'infini

		Coût des fonds propres (%)				
		10,58%	10,83%	11,08%	11,33%	11,58%
Taux de croissance à l'infini (%)	3,50%	18,92 €	17,89 €	16,94 €	16,06 €	15,24 €
	3,25%	18,49 €	17,50 €	16,59 €	15,74 €	14,94 €
	3,00%	18,08 €	17,14 €	16,26 €	15,43 €	14,67 €
	2,75%	17,70 €	16,79 €	15,94 €	15,15 €	14,40 €
	2,50%	17,34 €	16,46 €	15,64 €	14,87 €	14,15 €

Sources : analyses Finexsi

Tableau 11 - Analyse de la sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et du taux de marge d'EBITDA Ajusté normatif

		Coût des fonds propres (%)				
		10,58%	10,83%	11,08%	11,33%	11,58%
Marge d'EBITDA Ajusté LT (%)	15,50%	18,90 €	17,91 €	16,99 €	16,14 €	15,34 €
	15,25%	18,49 €	17,52 €	16,62 €	15,79 €	15,00 €
	15,00%	18,08 €	17,14 €	16,26 €	15,43 €	14,67 €
	14,75%	17,67 €	16,75 €	15,89 €	15,08 €	14,33 €
	14,50%	17,27 €	16,36 €	15,52 €	14,73 €	14,00 €

Sources : analyses Finexsi

Par ailleurs, dans le contexte où il a été tenu compte des opérations de *M&A*, nous avons mené une analyse de sensibilité sur les opérations de croissance externe. En effet, le Management a modélisé des multiples d'acquisition différenciés en fonction de la typologie des cibles (labels matures, labels US, labels émergents, catalogues récents, catalogues *evergreen*, etc.). Compte tenu de la tendance haussière observée au niveau des multiples du secteur, les sensibilités de la valeur par action Believe à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,25 point à +0,25 point) et du multiple d'EBITDA payé par la Société (de -1,0 x à +1,0 x par rapport aux hypothèses du Management), sont présentées ci-après :

Tableau 12 - Analyse de la sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et du multiple d'EBITDA payé par la Société pour l'acquisition des cibles sur l'horizon du plan d'affaires

		Coût des fonds propres (%)				
		10,58%	10,83%	11,08%	11,33%	11,58%
xEBITDA payés du M&A vs. management	2,0x	17,01 €	16,07 €	15,20 €	14,39 €	13,63 €
	1,0x	17,55 €	16,60 €	15,73 €	14,91 €	14,15 €
	-	18,08 €	17,14 €	16,26 €	15,43 €	14,67 €
	(1,0x)	18,62 €	17,67 €	16,78 €	15,96 €	15,19 €
	(2,0x)	19,15 €	18,20 €	17,31 €	16,48 €	15,70 €

Sources : analyses Finexsi

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette resserrée de valeurs comprises entre 15,43€ et 17,14€ par action Believe, avec une valeur centrale de 16,26€. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +11,4% sur la borne basse, une prime de +5,8% sur la valeur centrale et une prime de +0,4% sur la borne haute de notre fourchette.

6.4.2 La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital (à titre secondaire)

Le Consortium a initié une OPAS en 2024 sur les titres de Believe SA au prix unitaire de 15,00€ par action. Cette OPAS obligatoire faisait suite à l'Acquisition des Blocs au même prix de 15,00€ par action Believe.

Les acquisitions de blocs sont intervenues à l'issue d'un processus compétitif de recherche d'un investisseur mené par Denis LADEGAILLERIE et TCV, en vue de former le Consortium. Elles ont concerné notamment :

- Les participations des fonds d'investissement XAnge et Ventech, entrés au capital de Believe respectivement en 2007 et 2008, et non membres du Consortium ;
- Des actions détenues par Monsieur Denis LADEGAILLERIE (12.101.320 actions représentant 12,46% du capital), dont une partie a été apportée à l'Initiateur, et des actions détenues par TCV Luxco BD S.à.r.l..

L'OPAS visait 30.790.568 actions de la société Believe.

À l'époque, le prix d'Offre de 15,0€ par action, alors que le cours de bourse oscillait entre 10,0€³⁴ et 12,4€³⁵, n'avait pas été considéré comme devoir être retenu pour un Retrait Obligatoire. Pour autant, nous relevons que 19.619.422 actions (soit 19,5% du capital de la Société et 78,7% des actions visées par l'offre) ont été apportées à l'offre, permettant à l'Initiateur de détenir 95.664.105 actions Believe et 106.515.425 droits de vote, soit 94,99% du capital et 94,29% du nombre théorique de droits de vote de la Société.

Pour ces raisons, cette référence est retenue à titre secondaire.

L'Initiateur a également acquis sur le marché à l'issue de l'OPAS 1.559.679 actions, entre le 25 juin 2024 et le 25 octobre 2024, avec des prix oscillants entre 13,79€ et 15,00€ par action.

6.4.3 Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

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

Compte tenu des spécificités de Believe, nous n'avons pas identifié de sociétés cotées qui lui soient pleinement comparables, en raison notamment de son implantation géographique (17% du chiffre d'affaires 2024 réalisé en France, 11% en Allemagne, 33% en Europe³⁶, 15% en Amériques et 24% en Asie-Pacifique et Afrique), de sa taille (chiffre d'affaires de 989 M€ en 2024), de son profil de croissance (croissance du chiffre d'affaires 2025E estimée à 15,8%), de son niveau de rentabilité (marge d'EBITDA Ajusté 2025E d'environ 8%) et de son *mix* produits.

Nous avons retenu seulement deux sociétés ³⁷ :

- **Universal Music Group** est le *leader* mondial de l'industrie musicale, présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur, de la production à l'édition, en passant par la distribution et le *merchandising*. Au 31 décembre 2024, Universal Music Group a réalisé un chiffre d'affaires de 11.834 M€ (dont 51% aux États-Unis) pour un EBITDA de 2.332 M€, soit une marge d'environ 20% ;
- **Warner Music Group Corp** est une société faisant partie des trois principales *majors* de l'industrie musicale mondiale. Son activité se concentre principalement sur la musique enregistrée, englobant la production, la distribution ainsi que le *streaming* via ses différents labels. En parallèle, le groupe dispose d'une branche d'édition musicale avec Warner Chappell Music. Au 30 septembre 2024, Warner Music Group a réalisé un chiffre d'affaires de 5.762 M€ (dont 45% aux États-Unis et 55% à l'international) pour un EBITDA de 1.229 M€, soit une marge d'environ 21%.

³⁴ Cours spot du 4 décembre 2023, veille de la publication d'un article faisant état de rumeurs concernant un rachat potentiel de la Société.

³⁵ Cours spot du 9 février 2024, dernier jour de cotation précédant l'annonce de l'OPAS.

³⁶ Hors France et Allemagne, mais Turquie et Russie incluses.

³⁷ Derniers agrégats publiés. EBITDA non retraités de la norme IFRS16, contrairement à ceux retenus pour nos calculs de multiples - Source : *Capital IQ*.

Nous avons par ailleurs identifié d'autres sociétés intervenant sur le même marché que Believe, mais qui n'ont pas été retenues pour les raisons suivantes :

- **Spotify Technology**, société suédoise proposant une plateforme de *streaming* audio riche de plus de 100 millions de titres issus de labels du monde entier, n'a pas été retenue en raison de son positionnement différent sur la chaîne de valeur musicale : Spotify est un distributeur direct DSP auprès des consommateurs (B2C), Believe est plutôt positionné B2B2C (artistes/labels → plateformes telles que Spotify), leur configuration de concurrence n'ayant rien à voir, puisque Spotify met à disposition en B2C toutes les offres qui émanent des producteurs et éditeurs, lesquels sont en concurrence pour offrir les œuvres des artistes qu'ils captent en B2B.

A cet égard, nous notons que Spotify présente des perspectives financières nettement supérieures à celles de Believe, avec une croissance du chiffre d'affaires attendue à +25% en 2025E et à +16% en 2026E, avec des niveaux de rentabilité bien supérieurs à ceux de Believe (marge d'EBITDA de l'ordre de 12% et 15% respectivement), étant rappelé la capitalisation boursière de Spotify d'environ 120 Mds€. De plus, Spotify est coté au NYSE, géographie qui extériorise généralement des multiples plus importants que ceux des marchés européens, et connaît un parcours boursier sans commune mesure avec les autres comparables. Environ 30% du chiffre d'affaires de Believe provient de Spotify, ce qui lui permet de bénéficier directement de sa croissance, ce que nous captons au travers du plan d'affaires, mais la comparaison nous semble moins pertinente qu'avec les deux *majors* susmentionnées, comme nous y reviendrons ;

- **Deezer** est une plateforme française de *streaming* musical lancée en 2007, offrant un accès à plus de 120 millions de titres, podcasts inclus, dans plus de 180 pays. Avec environ 9,3 millions d'abonnés, dont 3,6 millions en France, Deezer se positionne comme un acteur majeur du *streaming* musical. Deezer est coté en bourse depuis septembre 2023 mais n'est pas encore rentable ;
- **Sony Group Corporation**, société japonaise qui est en réalité un conglomérat opérant dans divers secteurs tels que l'électronique, la téléphonie, l'informatique, le cinéma et la musique, a été écartée en raison de son positionnement trop diversifié. En effet, Believe se concentre exclusivement sur la musique enregistrée, tandis que le segment « *Music* » de Sony Group ne représente que 12,2% de son chiffre d'affaires en 2024 ;
- **Reservoir Media Inc**, société américaine spécialisée dans l'édition musicale et la gestion de droits. La société n'a pas été retenue en raison de sa forte concentration sur le marché du *Publishing* (69% de son chiffre d'affaires 2023) et de sa taille plus faible (chiffre d'affaires de 134,3 M€³⁸ en 2024 pour Reservoir Media contre 988,8 M€ pour Believe) ;
- **Tencent Music Entertainment Group**, société chinoise exploitant plusieurs applications musicales, couvrant notamment la distribution numérique avec QQ Music. Elle n'a pas été retenue en raison d'un positionnement sur la chaîne de valeur différent de celui de la Société : distributeur direct (DSP) auprès des consommateurs (B2C). Pour rappel, Believe est un intermédiaire entre les artistes, les labels indépendants et les DSP (B2B2C). Aussi, Believe se distingue de Tencent Music Entertainment Group en raison de la nature très diversifiée de ce conglomérat, qui opère dans de nombreux secteurs différents.

³⁸ Taux de conversion EUR/USD : 0,9269.

L'EBITDA constitue l'agrégat de référence utilisé par la Société dans sa communication financière et pour la formulation de sa *guidance*. Dans ce cadre, nous avons retenu un multiple d'EBITDA net des CAPEX, afin de neutraliser les écarts d'intensité capitalistique entre les différents acteurs comparables. Nous nous sommes assurés que les EBITDA - CAPEX étaient homogènes entre eux. En effet, nous avons pu retraiter à partir des informations financières disponibles l'impact de la norme IFRS 16 (Universal Music Group) et de la norme USGAAP ASC 842 (Warner Music Group Corp), ainsi que l'impact des coûts de développement capitalisés sur les EBITDA prospectifs du consensus pour les sociétés de l'échantillon pour obtenir des bases de comparaison homogènes.

Les multiples de chiffre d'affaires sont généralement privilégiés pour les entreprises en phase de développement (*startups*) ne présentant pas ou peu de rentabilité, ce qui n'est pas le cas de Believe. De même, les multiples d'EBIT ont été écartés, dans la mesure où ils sont peu utilisés dans le secteur, en raison des écarts observés entre les niveaux de CAPEX et les dotations aux amortissements dans l'échantillon analysé.

Nous présentons ci-après les perspectives de croissance et les taux de marges d'EBITDA attendus en 2025E-2026E par les analystes suivant les sociétés comparables retenues.

Tableau 13 - Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et du taux de marge d'EBITDA attendus par le consensus des analystes

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Croissance du chiffre d'affaires		Marge d'EBITDA	
				2025e	2026e	2025e	2026e
Believe S.A.	France	989	1 392	13,7 %	14,0 %	5,0 %	5,9 %
Universal Music Group N.V.	Netherlands	11 834	50 366	5,1 %	7,6 %	21,5 %	22,5 %
Warner Music Group Corp.	United States	5 762	17 518	1,4 %	6,1 %	20,9 %	21,6 %
Moyenne				3,2 %	6,8 %	21,2 %	22,1 %

Source : Capital IQ, au 31 mai 2025

Les sociétés comparables présentent une taille nettement supérieure à celle de la Société mais affichent en contrepartie des perspectives de croissance moins dynamiques. Les marges d'EBITDA de la Société apparaissent sensiblement inférieures à celles observées au sein de l'échantillon. Cette différence s'explique notamment par la présence, chez les *majors*, de catalogues historiques particulièrement rentables (à l'instar de The Beatles, Jimmy Hendrick, Madonna, Queen, Pink Floyd, etc.), qui génèrent des revenus récurrents avec des besoins *marketing* limités. À cela s'ajoutent des effets d'échelle significatifs, permis par une taille plus significative. Dans ce contexte, nous n'avons pas retenu d'ajustement lié aux différentiels de croissance et de taille.

Compte tenu de ces limites et de la taille réduite de l'échantillon, cette méthode est présentée à titre secondaire.

Nous avons appliqué les multiples moyens 2025E et 2026E de l'échantillon aux prévisions d'EBITDA - CAPEX ajustées des mêmes années issues de la trajectoire financière de Believe.

Tableau 14 – Multiples d'EBITDA et EBITDA - CAPEX 2025E et 2026E observés sur les sociétés comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE ** (mEUR)	xEBITDA		xEBITDA - CAPEX*	
				2025e	2026e	2025e	2026e
Believe S.A.	France	989	1 392	24,7x	18,3x	24,6x	18,3x
Universal Music Group N.V.	Netherlands	11 834	50 366	18,8x	16,8x	20,0x	17,7x
Warner Music Group Corp.	United States	5 762	17 518	14,3x	13,0x	15,9x	14,4x
Moyenne				16,6x	14,9x	17,9x	16,1x

* Multiples induits par (i) une Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 31 mai 2025 et d'un nombre moyen d'actions sur trois mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée.

** Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 31 mai 2025.

Source : Capital IQ

En cohérence avec le calcul de l'endettement financier net ajusté de la Société (en 2025E et 2026E - cf.§6.3.2), nous avons, le cas échéant, retraité l'incidence de la norme IFRS 16 (ou de normes équivalentes) dans le calcul de l'endettement financier net et des EBITDA prospectifs des comparables.

L'application des multiples moyens aux EBITDA - CAPEX 2025E et 2026E de la Société fait ressortir une fourchette de valeurs comprises entre 11,61€ et 15,64€ par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de +48,1% par rapport à la borne basse et une prime de +10,0% par rapport à la borne haute.

6.4.4 Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachats total ou partiel d'entreprises, intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète et fiable sur les cibles et les conditions des transactions identifiées.

Nous avons analysé les transactions intervenues au cours des cinq dernières années sur le marché de la distribution de musique enregistrée et de services aux artistes et labels, ce qui limite leur pertinence compte tenu de leur ancienneté.

De plus, les transactions identifiées n'apparaissent pas pleinement comparables du fait, notamment, de différences d'implantation géographique, de taille, de *mix produit* et de niveaux de rentabilité. Comme indiqué ci-dessous, nous ne disposons pas des informations permettant de déterminer l'EBITDA - CAPEX pour toutes les transactions retenues et avons utilisé l'EBITDA, ce qui limite la comparabilité. Par conséquent, cette approche est présentée à titre secondaire.

Nous avons identifié 4 transactions intervenues dans le secteur et nous avons dû remonter sur les cinq dernières années et pour lesquelles des informations étaient disponibles :

- L'acquisition de 90% de **Kobalt Music Group** par Francisco Partners, réalisée le 24 octobre 2022. Kobalt Music est une entreprise britannique spécialisée dans l'édition musicale, la gestion de droits et les services aux artistes. Au 30 juin 2022, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 728 M€ pour un EBITDA de 46 M€, soit une marge d'environ 7% ;
- La scission d'**Universal Music Group** (UMG) par Vivendi SA réalisée le 21 septembre 2021. Cette opération a conduit à l'introduction en bourse d'UMG, au terme de laquelle Vivendi a distribué 60% du capital à ses actionnaires. Comme indiqué ci-dessus, Universal Music est le *leader* mondial de l'industrie musicale, présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur, de la production à l'édition, en passant par la distribution et le merchandising. Au 31 décembre 2020, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 7.432 M€ pour un EBITDA de 1.487 M€, soit une marge d'environ 20% ;
- L'acquisition de 10% d'**Universal Music Group** par Pershing Square Holdings, réalisée le 9 septembre 2021 ;
- L'acquisition de 10% dans **Universal Music Group** par un consortium mené par Tencent Holdings, réalisée le 31 mars 2020. Par ailleurs, il est à noter que le consortium disposait d'une option d'achat sur 10% supplémentaires, qu'il a exercée en janvier 2021, portant ainsi sa participation totale à 20%. Dans la mesure où cette deuxième opération s'est réalisée dans la continuité de la première avec la même valeur d'entreprise, nous avons uniquement retenu la première transaction. Pour rappel, au 31 décembre 2019, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 7.159 M€ pour un EBITDA de 1.267 M€, soit une marge d'environ 18%.

Il faut relever que ces transactions sont trop anciennes.

Nous avons par ailleurs identifié d'autres transactions ou projets de transactions, plus récents, mais qui n'ont pas été retenues³⁹ pour les raisons suivantes :

- La cession de 2,7% du capital d'Universal Music Group par Pershing Square, annoncée en mars 2025, n'a pas été retenue, l'opération n'étant pas encore finalisée. Estimée à 1,3 Md€, elle porterait sur 50 millions d'actions, au prix unitaire de 26,6€ ;
- L'acquisition de Downtown Music Holdings par Virgin Music Group, filiale d'Universal Music Group, pour un montant de 737 M€. L'opération n'a pas été retenue, celle-ci étant toujours en cours et sa finalisation étant attendue au second semestre 2025 ;
- L'entrée en bourse de Reservoir Media, réalisée le 28 juillet 2021 à travers une fusion avec Roth CH Acquisition II Co, une société d'acquisition à vocation spécifique (SPAC) créée par Roth Capital Partners. L'opération n'a pas été retenue au vu de la taille significativement plus faible que celle de Believe (chiffre d'affaires de 82 M\$ au 31 mars 2021) ;
- L'acquisition de 60% d'EMI Music Publishing Limited par Sony Corporation of America compte tenu de son ancienneté (11 novembre 2018).

³⁹ Pour information, les multiples observés sur ces transactions non retenues sont proches de ceux observés sur l'échantillon retenu.

Comme indiqué ci-dessus, nous avons retenu les multiples d'EBITDA, en l'absence d'information suffisante sur les CAPEX, notamment pour la transaction visant Kobalt Music Group Ltd datant de 2022.

La fourchette des multiples observés sur l'échantillon retenu se présente comme suit :

Tableau 15 – Transactions comparables retenues sur les cinq dernières années

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M€)	xEBITDA
sept.-22	Kobalt Music Group, Ltd.	Royaume-Uni	Francisco Partners Management, L.P	90%	865	18,7x
sept.-21	Universal Music Group	Pays-Bas	Vivendi SA (Spin-Off)	60%	29 764	21,3x
sept.-21	Universal Music Group	Pays-Bas	Pershing Square Holdings, Ltd.	10%	35 457	25,3x
mars-20	Universal Music Group	Pays-Bas	Tencent Holdings Ltd.	10%	29 404	24,8x
Médiane - Total					29 584	23,0x
Moyenne - Total					23 873	22,5x

A noter que les multiples d'EBITDA s'entendent avant IFRS 16 lorsque les informations disponibles le permettaient.

Sources : MergerMarket, Capital IQ, Epsilon Research, données publiques et analyses Finexsi

L'application du multiple médian et moyen de l'échantillon à l'EBITDA 2024 pré-IFRS 16 de la Société, et compte tenu du passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres pré-IFRS 16 de 186,5 M€ précédemment présenté (cf. §6.3.2), fait ressortir une fourchette de valeurs par action comprise entre 14,36€ et 14,65€.

Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +19,8% par rapport à la borne basse et une prime de +17,4% par rapport à la borne haute, sur ce critère qui ne peut être considéré qu'à titre secondaire.

6.4.5 L'analyse du cours de bourse (à titre secondaire)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Pour mémoire, les actions Believe ont été introduites en bourse en 2021 et sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris (code ISIN : FR0014003FE9).

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse du titre avant annonce de l'Offre, *i.e.* jusqu'au cours de clôture du 15 avril 2025, l'Offre ayant été annoncée au marché le 16 avril 2025 (avant bourse).

Analyse de l'évolution du cours de bourse de Believe

Le cours de bourse de la Société a évolué comme suit, sur une période de deux ans avant l'annonce de l'Offre du 16 avril 2025.

Figure 13 - Évolution du cours de bourse de l'action Believe sur deux ans au 15 avril 2025



Sur la période observée, les principaux événements ayant impacté l'évolution du cours de bourse sont les suivants :

1. **2 août 2023** : La Société publie ses résultats semestriels pour l'exercice 2023, faisant état d'une solide performance. Le chiffre d'affaires s'établit à 415 M€, en hausse de +17,9% par rapport au premier semestre 2022. L'EBITDA Ajusté progresse également pour atteindre 24,2 M€, contre 11,7 M€ en 2022, représentant une marge de 5,8%. Cette amélioration reflète principalement (i) des gains de productivité, (ii) une maîtrise renforcée des investissements ainsi que (iii) les effets positifs du levier opérationnel. À cette occasion, la Société a révisé la croissance organique attendue : *« Compte tenu de la performance du 1er semestre 2023 et de l'environnement actuel, le Groupe a révisé son scénario initial de croissance, présenté en mars 2023 lors de la présentation des résultats annuels 2022, auquel est intégré désormais un environnement de devises moins favorable qu'anticipé précédemment et qui impactera la monétisation numérique (effets devises négatifs intégrés dans les revenus versés par les partenaires numériques estimés autour de -9 % pour le 2nd semestre 2023)... Par conséquent, Believe a révisé ses attentes de croissance organique pour 2023 et table désormais sur une croissance d'environ +14 % pour le Groupe (contre +18 % attendu initialement) »* ;
2. **5 décembre 2023** : Betaville publie un article relayant des rumeurs évoquant un possible intérêt pour le rachat de la Société ;
3. **11 janvier 2024** : De nouvelles rumeurs évoquent un possible rachat de la Société. Selon ces informations, Monsieur Denis LADEGAILLERIE, en collaboration avec TCV, aurait approché plusieurs fonds de capital-investissement afin d'évaluer leur intérêt pour une éventuelle offre sur Believe ;
4. **30 janvier 2024** : La Société annonce l'acquisition du catalogue de musique Punjabi premium de White Hill Music, l'un des principaux studios de production musicale en Inde. Cette opération s'inscrit dans l'approche partenariale de Believe, visant à accompagner le développement des labels et des artistes locaux ;
5. **12 février 2024** : Plusieurs fonds gérés par TCV et EQT, ainsi que Denis LADEGAILLERIE, Président-Directeur Général de la Société, annoncent avoir décidé de constituer un consortium en vue d'acquérir un bloc de contrôle (l'Acquisition des Blocs) et de lancer une Offre Publique d'Achat Simplifiée, sur l'ensemble des actions en circulation de la Société, au prix de 15,00€ par action ;
6. **7 mars 2024** : Warner Music Group a confirmé avoir approché la Société en vue d'engager des discussions autour d'un potentiel rapprochement. Dans un communiqué de presse, le groupe a précisé que son offre pourrait valoriser la Société *« à un minimum de 17,0€ par action »*⁴⁰, dividende inclus tout en précisant que cela ne constitue pas une offre ;
7. **13 mars 2024** : La Société publie les résultats annuels de l'exercice 2023, marqués par une hausse significative du chiffre d'affaires, passé de 761 M€ en 2022 à 880 M€ en 2023 (+15,8%). L'EBITDA Ajusté affiche également une progression, reflétant une amélioration de l'efficacité opérationnelle du Groupe ainsi qu'une gestion prudente des investissements ;

⁴⁰ Source : *« Believe : Warner Music confirme officiellement son intérêt »* - Zone Bourse.

8. **6 avril 2024** : Warner Music Group annonce qu'à l'issue de ses diligences, il ne déposera pas d'offre en vue de l'acquisition de la Société ;
9. **3 juin 2024 - 21 juin 2024** : L'AMF a annoncé que l'Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les actions Believe se déroulera du 3 au 21 juin 2024. L'initiateur, Upbeat Bidco, s'engage à acquérir, au prix de 15,00€ par action, la totalité des actions existantes qu'il ne détient pas, soit un maximum de 24.018.887 actions. À l'issue de l'OPAS, Upbeat Bidco détient 95.664.105 actions Believe, soit 94,99% du capital et 94,29% des droits de vote ;
10. **1^{er} août 2024** : la Société communique ses résultats du premier semestre de l'exercice 2024, faisant état d'un l'EBITDA Ajusté en hausse de 29,3%, atteignant 31 M€, soit une marge de 6,6%. Cette progression reflète la stratégie d'optimisation de la valeur, la maîtrise des coûts et les effets positifs du levier opérationnel. À cette occasion, l'objectif initial de croissance organique a été revu à la baisse (d'environ +12% contre environ +18% initialement) ;
11. **25 septembre 2024** : La Société a finalisé l'acquisition du label indépendant turc Doğan Müzik (DMC) pour 38,3 M€, en rachetant les 40% restants du capital. Cette opération fait suite à une première prise de participation majoritaire de 60% réalisée en 2020 ;
12. **5 novembre 2024** : La Société annonce être engagée dans un contentieux de 500 M\$ aux États-Unis avec UMG Recordings, Inc., Capitol Records, LLC, Capital CMG, Inc., ABKCO Music & Records, Inc., et Concord Music Group, Inc. Les plaignants UMG accusent le Groupe et sa filiale américaine TuneCore d'avoir bénéficié financièrement de la diffusion non autorisée d'enregistrements protégés par le droit d'auteur ;
13. **13 mars 2025** : La Société publie ses résultats annuels 2024, marqués par une solide croissance de +12,3% du chiffre d'affaires, portée principalement par la performance des Solutions *Premium* (+12,0%) et des Solutions Automatisées (+17,0%). L'EBITDA Ajusté progresse de +33,5% pour atteindre 67,1 M€, avec une amélioration de la marge à 6,8%.

À la suite de l'annonce de l'OPRO, l'action Believe a dépassé à plusieurs reprises le prix d'Offre initial de 15,30€, jusqu'à atteindre le prix de 15,66€ à la clôture du 26 mai 2025. À la clôture du 3 juin 2025, le cours de bourse s'établit à 15,28€.

Analyse de la liquidité du titre Believe

Sur la base du dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre le 16 avril 2025 (i.e. la clôture du 15 avril 2025), les cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Tableau 16 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre Believe jusqu'au 15 avril 2025

Cours moyens pondérés par les volumes	en € par action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 17,2€	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (15/4/2025)	15,12	+13,8 %	8	8	113	113	0,01 %	0,01 %	0,33 %	0,33 %
CMPV 1 mois	14,93	+15,2 %	2	40	26	595	0,00 %	0,04 %	0,08 %	1,75 %
CMPV 60 jours	14,79	+16,3 %	1	68	17	1 000	0,00 %	0,07 %	0,05 %	2,97 %
CMPV 3 mois	14,69	+17,1 %	1	75	17	1 100	0,00 %	0,07 %	0,05 %	3,30 %
CMPV 6 mois	14,27	+20,5 %	3	319	36	4 559	0,00 %	0,32 %	0,09 %	11,71 %
CMPV 12 mois	14,65	+17,4 %	41	10 530	600	154 255	0,04 %	10,47 %	0,38 %	96,83 %
CMPV 24 mois	13,57	+26,7 %	43	21 895	579	297 161	0,04 %	21,76 %	0,24 %	123,27 %
Plus haut 12 mois (28/5/2024)	15,36	+12,0 %								
Plus bas 12 mois (25/7/2024)	13,16	+30,7 %								
Plus haut 24 mois (28/3/2024)	16,92	+1,7 %								
Plus bas 24 mois (23/10/2023)	7,95	+116,4 %								

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 16 avril 2025), le volume d'actions échangées est de 10.530 milliers (soit environ 41 milliers de titres par jour de cotation). La rotation du capital est de 10,47% et la rotation du flottant de 96,83%. Toutefois, l'analyse est impactée par l'OPAS datant de juin 2024, expliquant la rotation importante du flottant sur les 12 et 24 derniers mois.

Sur les 6 derniers mois, le volume cumulé des actions Believe échangées est de 319 milliers d'actions (soit environ 3 milliers d'actions échangées par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 0,32% et celle du flottant à 11,71%, étant rappelé que le capital flottant s'établit à 3,32% du capital au 31 mars 2025 (cf. §2.1).

Ces constats démontrent que la liquidité et la rotation du flottant à date s'établissent à des niveaux très faibles, raison pour laquelle nous retenons cette méthode à titre secondaire uniquement dans le contexte de Retrait Obligatoire de la présente Offre.

Sur la base du cours de clôture du 15 avril 2025 (dernier cours de bourse non affecté par l'annonce de l'Offre), du CMPV 60 jours, et du CMPV 12 mois, le prix d'Offre de 17,20€ par action Believe extériorise respectivement des primes de +13,8%, de +16,3% et de +17,4%.

6.4.6 Objectif de cours des analystes (à titre indicatif)

L'examen des objectifs de cours des analystes financiers ne constitue pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur. Cette référence consiste donc à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers suivant le titre.

Believe, depuis le succès de l'OPAS, fait l'objet d'un suivi très limité par trois analystes (CIC Market Solutions, Stifel et Bernstein) qui communiquent de manière plus ou moins détaillée sur les prévisions opérationnelles de la Société et sur les autres paramètres retenus pour les travaux d'évaluation, ce qui justifie que cette référence soit présentée à titre indicatif uniquement.

Tableau 17 - Objectifs de cours des analystes financiers suivant le titre Believe avant l'annonce de l'OPR-RO

Date	Analystes	Prix cible (€)	Prime / décote par rapport au prix d'Offre	Opinion
14-mars-25	CIC Market Solutions	12,50€	37,6%	Neutre
17-mars-25	Bernstein	18,30€	(6,0%)	Market-Perform
19-mars-25	Stifel	18,00€	(4,4%)	Buy
Moyenne		16,27€	5,7%	
Maximum		18,30€		
Minimum		12,50€		
# analystes		3		

Sources : Capital IQ, notes Bernstein, Stifel et CIC Market Solutions

Les objectifs de cours s'inscrivent dans une fourchette étendue comprise entre 12,50€ et 18,30€

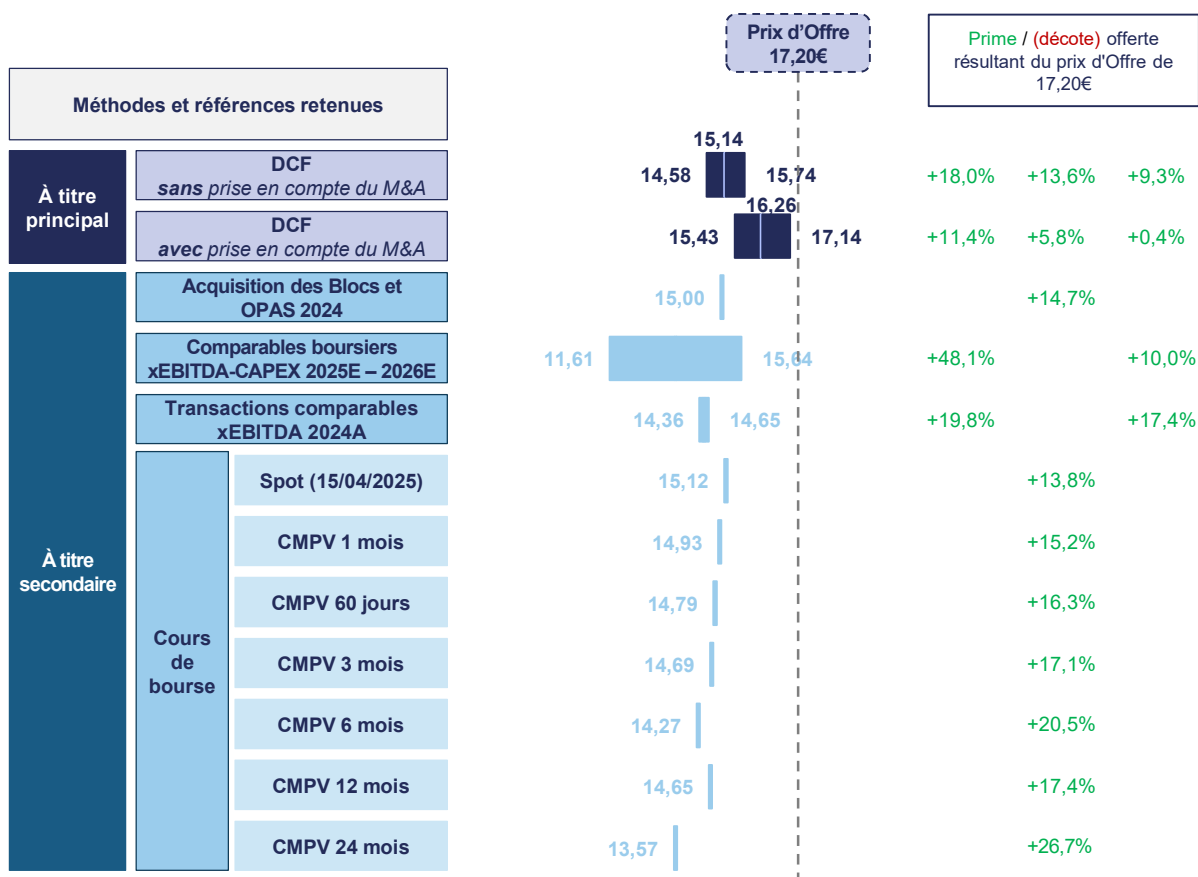
Cette dispersion des valeurs des analystes reflète la sensibilité de la valeur de l'action aux hypothèses et aux paramètres de valorisation retenus, notamment en matière de taux d'actualisation, CIC Market Solutions, Bernstein et Stifel appliquant respectivement des taux de 12%, 11% et 9% dans leurs analyses, tandis que nous avons retenu 11,08%.

Ces références de valeur retenues à titre indicatif compte tenu de leur nombre limité et dispersé, ne remettent pas en cause le prix d'Offre de 17,20€, qui extériorise une prime de 37,6% par rapport à la borne basse et une décote limitée de 6,0% par rapport à la borne haute.

7 Synthèse de nos travaux d'évaluation

À l'issue de nos travaux, le prix d'Offre, soit 17,20€ par action, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant de nos évaluations selon les méthodes et références retenues à titre principal ou secondaire :

Figure 14 – Synthèse des valeurs par action Believe



Source : Analyses Finexsi

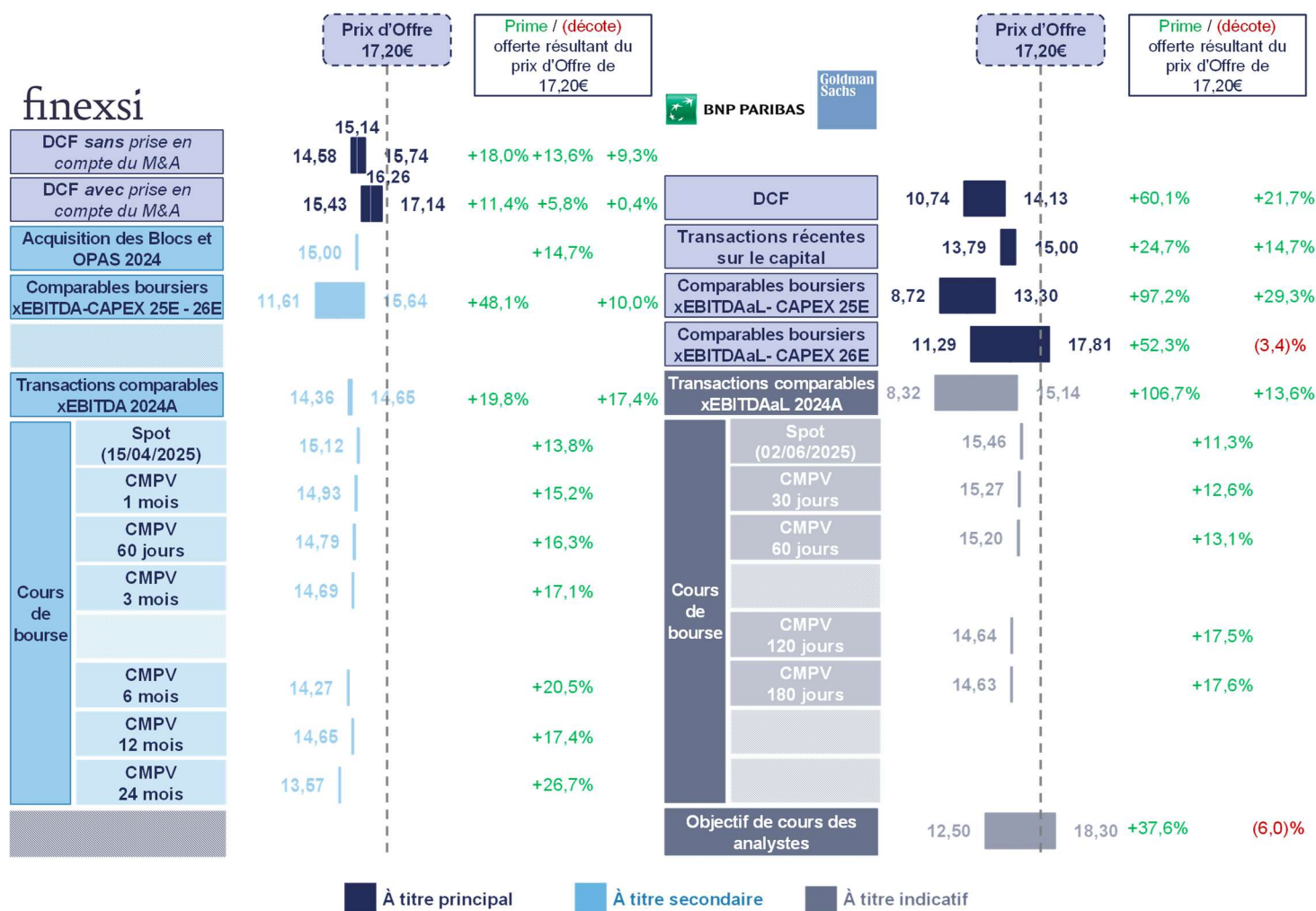
8 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Établissements Présentateurs

Les Établissements Présentateurs, Goldman Sachs et BNP Paribas, ont préparé les éléments d'appréciation du prix d'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants des Établissements Présentateurs pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après :

Figure 15 – Comparaison des travaux de valorisation de Finexsi et des Établissements Présentateurs



Source : Analyses Finexsi, projet note d'information

8.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de Believe, les Établissements Présentateurs ont retenu les mêmes références et méthodes de valorisation que celles mises en œuvre par Finexsi.

La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) a été retenue à titre principal par Finexsi et les Établissements Présentateurs.

La référence à l'Acquisition des Blocs et à l'OPAS 2024, les méthodes analogiques des comparables boursiers et des transactions comparables, ainsi que la référence au cours de bourse, mises en œuvre à titre secondaire par Finexsi, ont été retenues par les Établissements Présentateurs, à titre principal pour les comparables boursiers, la référence à l'Acquisition des Blocs et l'OPAS 2024, et à titre indicatif pour les transactions comparables et la référence au cours de bourse.

Les objectifs de cours des analystes sont présentés uniquement à titre indicatif par Finexsi et retenu à titre secondaire par les Établissements Présentateurs.

La mise en œuvre des différentes méthodes appelle plusieurs remarques de notre part.

8.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

8.2.1 Données de références

Les Établissements Présentateurs et l'Expert indépendant ont eu accès aux mêmes données de références pour leurs travaux de valorisation et se sont basés sur le plan d'affaires 2025E-2030E du Management, ainsi que les derniers comptes publiés par la Société au 31 décembre 2024.

8.2.1.1 Nombre d'actions retenu

Les nombres d'actions retenus par les Établissements Présentateurs et Finexsi sont identiques, ce qui n'appelle pas de commentaire de notre part.

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

Les Établissements Présentateurs retiennent une position de trésorerie nette au 31 décembre 2024 comme suit :

- 142,3 M€ dans le cadre de la méthode du DCF, contre 153,7 M€ pour Finexsi ;
- 112,1 M€ pour la méthode des transactions comparables, contre 186,5 M€ pour Finexsi ;
- 36,4 M€ pour les comparables boursiers 2025E et une dette nette de 73,7 M€ pour les comparables boursiers 2026E, contre respectivement 50,4 M€ et une dette nette de 45,6 M€ pour les multiples 2025E et 2026E retenus par Finexsi.

Les principaux écarts entre ces montants s'expliquent notamment par les éléments suivants :

- **Traitement des provisions** : Les Établissements Présentateurs intègrent 2,4 M€ de provisions dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres dans l'ensemble des méthodes, tandis que Finexsi ne les comptabilise que pour les méthodes analogiques, celles-ci étant décaissées dans les flux du plan d'affaires ;
- **Trésorerie non disponible** : Les Établissements Présentateurs ont retenu un montant de 1,6 M€ au titre de la trésorerie non disponible. Nous avons conservé ce montant dans la trésorerie de la Société, dans la mesure où il ne fait pas l'objet d'une dépréciation dans les comptes au 31 décembre 2024 ;
- **Actifs financiers liés à la billetterie** : Finexsi tient compte d'environ 4 M€ d'actifs financiers courants, essentiellement issus de la billetterie de concerts organisés dans les stades, mis sous séquestre et libérés le 21 mai 2025. Ces montants n'ont pas été pris en compte par les Établissements Présentateurs ;
- **Traitement des intérêts minoritaires pour les méthodes analogiques** : Finexsi retient le coût actualisé de rachat des intérêts minoritaires existants (nets des participations non consolidées), soit -61,8 M€ en 2025E et -92,2 M€ en 2026E, contre des montants non actualisés de -67,5 M€ en 2025E et de -104,5 M€ en 2026E chez les Établissements Présentateurs. L'écart provient de l'actualisation des décaissements par Finexsi.

8.2.2 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Les Établissements Présentateurs, à l'instar de Finexsi, retiennent l'Acquisition des Blocs et l'OPAS initiée par le Consortium en 2024, au prix de 15,00€ par action, ce qui n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

En revanche, les Établissements Présentateurs retiennent également 55 transactions réalisées sur le marché par le Consortium après l'OPAS, entre le 25 juin et le 25 octobre 2024, portant sur un total de 1.559.679 actions, acquises à des prix compris entre 13,79€ à 15,00€ par action Believe, ce que ne retient pas Finexsi.

8.2.3 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

8.2.3.1 Concernant les prévisions et les hypothèses financières

Les Établissements Présentateurs et Finexsi retiennent le même taux de croissance à l'infini de 3,0%.

Concernant le flux normatif :

- Les Établissements Présentateurs se positionnent en 2035E (soit une extrapolation de 5 années supplémentaires), et Finexsi se positionne en 2036E, soit une extrapolation de 6 années supplémentaires afin de tenir compte de l'ensemble des engagements envers les minoritaires ;
- Les Établissements Présentateurs retiennent les mêmes hypothèses que Finexsi en ce qui concerne (i) le taux de marge d'EBITDA ajusté de 15,0%, (ii) le taux d'impôts sur les sociétés ;
- Le niveau d'investissement normatif retenu est également proche, à 1,0% du chiffre d'affaires pour les Établissements Présentateurs contre 1,2% pour Finexsi.

8.2.3.2 Analyse du taux d'actualisation

Concernant le taux d'actualisation, les Établissements Présentateurs retiennent un coût des fonds propres de 11,70%, contre 11,08% dans notre analyse. Les sources d'écarts principales sont les suivantes :

- Taux sans risque et prime de risque de marché : Les Établissements Présentateurs fondent leur calcul sur le taux OAT 20 ans au 2 juin 2025 (3,7%) et sur la prime de risque de marché de 6,6% publiée dans le rapport *2024 International Equity Risk Premia Over Time Report* de Duff & Phelps, calculée sur une période longue (depuis 1974). Finexsi retient une approche basée sur la moyenne sur six mois de l'OAT TEC 10 ans au 30 avril 2025 (3,21%) et applique une prime de risque de marché de 5,18%, issue de son modèle interne, observée sur la même période glissante ;
- Les analyses de Finexsi et des Établissements Présentateurs s'appuient sur le bêta intrinsèque de la Société. Toutefois, la durée d'observation diverge : les Établissements Présentateurs retiennent une période comprise entre le 16 avril 2023 (2 ans après l'introduction en bourse de Believe) et le 15 avril 2025, soit 2 ans, tandis que Finexsi retient une période depuis l'introduction en bourse (10 juin 2021) jusqu'à la séance du 4 décembre 2023, date à partir de laquelle le cours a été affecté par les rumeurs d'Offre soit environ 2,5 ans.

8.2.3.3 Analyse de sensibilités et résultats

Les Établissements Présentateurs et Finexsi ont analysé la sensibilité de la valeur par action Believe à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation.

Finexsi a également analysé la sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et du taux de marge d'EBITDA normatif ainsi qu'à une variation combinée du taux d'actualisation et du multiple d'EBITDA payé par la Société pour l'acquisition des cibles M&A.

La valeur par action Believe retenue par les Établissements Présentateurs s'établit entre 10,74€ et 14,13€.

Selon Finexsi, la valeur par action Believe, s'établit dans une fourchette comprise entre 15,43€ et 17,14€, avec une valeur centrale de 16,26€ par action Believe.

Pour rappel, en *standalone*, la valeur par action Believe calculée par Finexsi est comprise entre 14,58€ et 15,74€, avec une valeur centrale de 15,14€.

8.2.4 Méthode des comparables boursiers

Les Établissements Présentateurs et Finexsi ont retenu un échantillon similaire composé des deux *majors* : Warner Music Group (WMG) et Universal Music Group (UMG).

Finexsi retient l'EBITDA - CAPEX comme agrégat de référence pour l'application des multiples, tout comme les Établissements Présentateurs qui privilégient l'EBITDAaL - CAPEX⁴¹ ajusté comme agrégat de préférence.

Afin de garantir la cohérence et la comparabilité avec les agrégats retenus pour Believe, tant Finexsi que les Établissements Présentateurs ont ajusté les EBITDA des sociétés comparables de leurs échantillons respectifs, en retraçant (i) les effets liés à l'application de la norme IFRS 16, ainsi que (ii) les frais de développement capitalisés.

Dans le cadre de la mise en œuvre de cette méthode, les Établissements Présentateurs ont appliqué les multiples minimum et maximum d'EBITDAaL - CAPEX issus de l'échantillon aux agrégats 2025E et 2026E de Believe. Cette approche fait ressortir des fourchettes de valorisation par action comprises entre 8,72€ et 13,30€ pour 2025E, et entre 11,29€ et 17,81€ pour 2026E.

Pour sa part, Finexsi a retenu les multiples d'EBITDA - CAPEX moyens appliqués aux agrégats 2025E et 2026E de la Société faisant ainsi ressortir une fourchette de valorisation par action Believe comprise entre 11,61€ et 15,64€.

8.2.5 Méthode des transactions comparables

Dans le cadre de leurs travaux, les Établissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de sept transactions intervenues depuis 2017, dont les cibles sont les suivantes : Universal Music Group (mars 2025, juin 2021 et mars 2020), Downtown (décembre 2024), Kobalt Music Group (septembre 2022), EMI Music Publishing (novembre 2018) et SESAC (janvier 2017).

De son côté, Finexsi retient un échantillon sur une période plus restreinte (cinq ans) compte tenu de l'évolution récente des fondamentaux du secteur. Sur cette base, nous avons retenu les quatre transactions susmentionnées à l'exception de celles portant sur (i) Universal Music Group (mars 2025), (ii) Downtown (décembre 2024), (iii) EMI Music Publishing (novembre 2018) et (iv) SESAC (janvier 2017), écartées pour les raisons évoquées ci-avant (cf. §6.4.4).

En complément, Finexsi a également retenu l'introduction en bourse d'Universal Music Group, intervenue en septembre 2021.

Le multiple moyen et médian d'EBTIDA pré-IFRS 16 retenu par Finexsi s'établit respectivement à 22,5x et 23,0x contre 13,0x pour le multiple minimum et 25,3x pour le multiple maximum des Établissements Présentateurs.

⁴¹ L'EBITDAaL est défini comme l'EBITDA ajusté après charges externes de location.

Dans le cadre de la mise en œuvre de cette méthode, les Établissements Présentateurs ont appliqué les multiples d'EBITDA minimum et maximum issus de l'échantillon à l'EBITDAaL ajusté de la Société au 31 décembre 2024. Cette approche met en exergue une valeur par action Believe comprise entre 8,32€ et 15,14€.

Finexsi a retenu les multiples médians et moyens d'EBITDA (pré-IFRS 16) issus des transactions sélectionnées. Ces multiples ont ensuite été appliqués à l'EBITDA pré-IFRS 16 de la Société au 31 décembre 2024, faisant ressortir une fourchette de valeur comprise entre 14,36€ et 14,65€ par action Believe.

8.2.6 Analyse du cours de bourse

Pour rappel, la référence au cours de bourse a été retenue à titre secondaire par Finexsi, tandis qu'elle a été retenue à titre indicatif par les Établissements Présentateurs.

Les Établissements Présentateurs ont arrêté leur analyse du cours de bourse à la date du 2 juin 2025, tandis que Finexsi a retenu le 15 avril 2025, correspondant au dernier jour de cotation précédant l'annonce de l'Opération. Dans les deux cas, des moyennes ont été calculées sur des périodes antérieures à ces dates de référence.

Les écarts entre les analyses s'expliquent par les différences de périodes retenues pour le calcul des Cours Moyens Pondérés par les Volumes, ainsi que par les méthodologies employées. Les Établissements Présentateurs ont utilisé des périodes de 30, 60, 120 et 180 jours, tandis que Finexsi a retenu des horizons d'un mois, 60 jours, trois mois, six mois, un an et deux ans. Ces divergences s'expliquent également par les sources de données mobilisées : *Bloomberg* pour les Établissements Présentateurs, et *Capital IQ* pour Finexsi.

8.2.7 Objectif de cours des analystes

Les Établissements Présentateurs se sont basés sur les notes publiées par CIC Market Solutions et Bernstein, en date des 14 et 17 mars 2025, faisant ressortir une fourchette de valorisation comprise entre 12,50€ et 18,30€. De son côté, Finexsi s'est également référée aux notes de Bernstein et de CIC Market Solutions, tout en intégrant l'analyse de Stifel, publiée le 19 mars 2025. La fourchette de valorisation retenue par Finexsi s'établit elle aussi entre 12,50 € et 18,30€, étant précisé que cette référence est présentée dans notre rapport à titre indicatif, et donc non reprise dans notre football field.

9 Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, telle que présentée dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Ces différents accords connexes sont décrits au §1.3 du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

1. Le mécanisme d'intéressement ;
2. Le traité d'apport en nature.

9.1 Mécanisme d'intéressement

Il serait proposé à certains dirigeants, cadres et salariés actuels et futurs du Groupe d'investir dans le capital social d'Upbeat Bidco aux côtés d'Upbeat Midco S.à.r.l. (« **Midco** ») et du Fondateur, au travers d'un plan d'investissement (« **le Plan** »).

Le Plan comprendrait :

- Le réinvestissement d'un dirigeant au travers de l'Apport des actions Believe qu'il détient à Upbeat Bidco (cf. §9.2) ;
- Une attribution gratuite d'actions ordinaires d'Upbeat BidCo (les « **Actions Ordinaires** ») au bénéfice de certains dirigeants et salariés du Groupe ;
- Une attribution gratuite d'actions de préférence d'Upbeat Bidco (les « **Actions de Préférence** »), au bénéfice de certains dirigeants, certains salariés et membres de l'équipe de direction présente et future du Groupe. Le rendement financier de ces Actions de Préférence sera fonction du prix de cession en cas de transfert de 100% des titres, de liquidation, de changement de contrôle ou d'introduction en bourse d'Upbeat BidCo.

Les Actions de Préférence seront attribuées gratuitement sur une période d'acquisition de 2 ans (sans période de détention).

En cas de départ ou de manquement grave (« *Material Breach* »), Midco disposera d'une option d'achat, par laquelle chaque investisseur individuel s'engage irrévocablement à vendre tout ou partie de ses titres. Le prix d'exercice des titres rachetés sera égal à :

- Pour les Actions Ordinaires :
 - avant le 31 décembre 2026 : au prix le plus élevé entre (i) la valeur de marché (« **Valeur de Marché** », définie ci-après) et (ii) le coût d'acquisition (*cost value*) des titres concernés⁴² ;
 - à partir du 1^{er} janvier 2027 : la Valeur de Marché.
- Pour les Actions de Préférence :
 - avant le 2^e anniversaire de la date de réalisation du Retrait Obligatoire : N/A, les Actions Gratuites n'auront pas encore été acquises, et
 - à partir du 2^e anniversaire de la date de réalisation du Retrait Obligatoire : 70% de la Valeur de Marché à la date de l'évènement déclencheur.

La Valeur de Marché correspondra à la plus faible des valeurs entre (i) la valeur déterminée sur la base du multiple d'EBITDA - CAPEX moyen observé sur les comparables boursiers (Warner Music Group & Universal Music Group) à la date l'évènement déclencheur et ii) la valeur déterminée sur la base du multiple de marge nette observé à l'entrée.

Upbeat BidCo consentira une option de vente au même prix sur les titres d'Upbeat BidCo détenus par les bénéficiaires du Plan qui sera exerçable uniquement en cas de décès ou invalidité permanente du bénéficiaire du Plan concerné.

Nous relevons que :

- Les bénéficiaires d'Actions Ordinaires disposeront d'un prix plancher équivalent au prix d'Offre, sur une période allant jusqu'au 31 décembre 2026, soit une période de l'ordre de 18 mois. Nous avons observé des périodes similaires sur quelques-unes des offres publiques intervenues récemment depuis 2020 ;
- Les Actions Ordinaires sont néanmoins soumises à une condition de présence appréciée en décembre 2025, de sorte qu'en cas de départ avant le 31 décembre 2025, aucun droit ne sera acquis ;
- Les Actions de Préférence subissent une décote de 30% par rapport aux Actions Ordinaires ;
- La Valeur de Marché est indexée sur des multiples de marché observés, appliqués aux agrégats futurs de Believe : les détenteurs des actions gratuites sont donc bien exposés au risque de réalisation des prévisions de Believe.

À la date du dépôt du projet de note d'information, le Plan n'a pas été signé et nous nous sommes fait confirmer que le Plan qui sera signé ne diffère pas significativement du projet qui nous a été communiqué et donc ne comportera pas de disposition réservant des droits pécuniaires particuliers au bénéfice des actionnaires actuels.

⁴² Le coût d'acquisition des titres émis au moment du Retrait Obligatoire sera déterminé par transparence avec le prix d'Offre. Le coût d'acquisition des actions gratuites sera défini par un expert indépendant à la date de leur acquisition définitive.

9.2 Traité d'apport en nature

Un dirigeant du Groupe s'est engagé à apporter en nature 18.983 Actions (représentant environ 0,02% du capital et des droits de vote théoriques de la Société) (les « **Actions Apportées** ») à l'Initiateur à un prix égal au prix initial de l'Offre (l'« **Apport** ») soit 15,30€ par action, conformément aux termes d'un traité d'apport en date du 15 avril 2025 (le « **Traité d'Apport** »). Un projet d'avenant sera signé le 4 juin 2025 pour réajuster le prix d'apport au prix d'Offre réhaussé de 17,20€ par action Believe.

L'Apport sera rémunéré par des actions de l'Initiateur valorisées à leur valeur réelle, par transparence avec le prix de l'Offre.

Nous relevons que :

- La valeur de l'Apport des actions Believe à Upbeat Bidco est basée sur une valeur par action Believe de 17,20€, soit un montant strictement identique à celui proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre ;
- La valeur de l'action de la société bénéficiaire retenue pour la rémunération de l'Apport correspond à sa valeur réelle, déterminé par transparence avec le prix d'Offre, étant précisé que la société Upbeat Bidco a été créée pour les besoins de l'OPAS et de la présente Offre.

Sur ces bases, nous n'identifions pas de dispositions susceptibles de procurer un avantage financier particulier au dirigeant dont les actions apportées sont valorisées au prix d'Offre.

À l'exception de ces accords, il n'existe, à notre connaissance, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

10 Analyse et appréciation des observations reçues de la part d'actionnaires minoritaires

Dans le cadre de nos travaux, nous avons été sollicités par six actionnaires (dont 3 actionnaires ayant contacté anonymement l'AMF en envoyant le même courrier).

Nous avons notamment échangé avec l'un d'entre eux les 5, 13 mai et 3 juin 2025.

Nous avons sollicité l'Initiateur, les Établissements Présentateurs, ainsi que le management de la Société pour obtenir de leur part les commentaires qu'appelaient les arguments soulevés par les actionnaires qui nous ont saisis.

Conformément à l'article 3 de l'instruction 2006-08 de l'AMF, nous indiquons ci-dessous les observations formulées par chacun des actionnaires ainsi que nos analyses et appréciations. Nous renvoyons également aux développements concernés dans le rapport.

S'agissant de la revue à la baisse du Plan d'Affaires 2025

Un actionnaire minoritaire s'étonne de « *la revue à la baisse du plan d'affaires du Management qui intervient après des résultats positifs en 2024 (EBITDA reporté +33%, en ligne avec les attentes communiquées précédemment), (c. 90M€ d'EBITDA attendu en 2025, soit une croissance de +34% par rapport à 2024) et dans un contexte de marché toujours très favorable à la croissance et au gain de part de marché de Believe* ».

Sur ce point, nous renvoyons le lecteur au §6.4.1.1.

Les résultats 2024 sont en progression par rapport à l'exercice 2023 mais demeurent inférieurs au Budget 2024 (de l'ordre de 5% sur le chiffre d'affaires – cf. 4.1). La Société a par ailleurs revu à la baisse son objectif de croissance organique en août 2024 (communiqué de presse en date du 1^{er} août 2024), passant de +18% à +12% suite à un environnement de marché plus difficile sur le *streaming* financé par la publicité et en raison d'un environnement de taux de change embarqués négatifs : « *Tandis que Believe table sur la poursuite des gains de part de marché au 2nd semestre, il est peu probable que le Groupe soit en mesure d'atténuer totalement l'effet des perspectives de croissance du marché légèrement plus faibles que prévu au 2nd semestre (en raison d'un streaming financé par la publicité plus faible et de l'absence de hausses de prix des DSP). L'effet négatif de change embarqué devrait continuer à pénaliser la croissance d'environ 2 % d'une année sur l'autre. Sur la base de ces hypothèses, Believe table désormais sur une croissance organique d'environ +12 % (contre environ +18 % initialement)* ».

Le Plan d'Affaires 2025 affiche une prévision de croissance (+17% de croissance annuelle moyenne sur 2025E-2030E en ce compris la contribution du M&A, contre 20,1% dans le plan d'affaires de décembre 2023), qui reste à un niveau supérieur à celui de l'exercice 2024, et s'il est exact qu'il aboutit à une sensible diminution du chiffre d'affaires projeté, il anticipe en même temps une atteinte plus rapide de l'objectif de taux de marge d'EBITDA Ajusté cible de 15% (prévu presque dès 2030, alors qu'il n'était atteint que sur la période d'extrapolation du Plan d'Affaires 2024).

Le Plan d'Affaires 2025 demeure, selon nous, volontariste, en particulier en ce qui concerne la nouvelle stratégie M&A où des acquisitions ciblées vers des catalogues, jugées plus rentables, seront privilégiées. Le fait d'intégrer le M&A est en soi une approche inusuelle et volontariste, favorable à l'actionnaire, que nous n'avons pas remise en cause à ce titre. Le plan d'affaires factorise très peu de risques si l'on se réfère à notre analyse SWOT, et notamment sur le contentieux sur le droit d'auteur, exposition qui n'a pas été prise en compte, ce qui est favorable à l'actionnaire.

S'agissant de la valeur intrinsèque et du potentiel de la Société

Un actionnaire considère que le prix de 18,32€ par action Believe reflète un minimum permettant de désintéresser équitablement les actionnaires minoritaires qui se verraient expropriés à l'issue de l'Offre. Nous ne disposons pas du détail de la formation de ce prix extériorisé par cet actionnaire mais comprenons qu'il provient d'une approche d'évaluation multicritères, qui inclut notamment une approche analogique retenant Spotify, dont les multiples, totalement atypiques, viennent significativement augmenter la valeur (cf. développement spécifique sur les comparables boursiers ci-dessous).

Par ailleurs, un actionnaire s'interroge sur le fait que le prix d'Offre n'intégrerait pas le potentiel de Believe, et de surcroît, ne refléterait pas sa valeur intrinsèque, notamment en lien avec la somme des flux de trésorerie actualisés 2025E-2035E des Établissements Présentateurs, qui serait négative à 60 M€.

Nous rappelons que le marché sur lequel évolue la Société demeure fortement concurrentiel, dominé par les trois *majors* historiques qui représentent à elles seules plus de 65,0% des parts de marché. En 2024, bien que le *streaming* reste le principal moteur de croissance du marché de la musique enregistrée, son rythme de progression a ralenti.

Dans ce contexte, Believe a réalisé une performance solide, avec un EBITDA Ajusté en hausse par rapport à 2023 et une marge légèrement supérieure aux prévisions. Toutefois, en valeur absolue, l'EBITDA Ajusté 2024 (67,1 M€, soit 6,8% du chiffre d'affaires) ressort légèrement en-deçà des objectifs définis par la Société dans le Budget 2024.

Sur les trois derniers exercices, la marge d'EBITDA Ajusté s'est améliorée en moyenne de +1,1 point par an. Le Plan d'Affaires 2025 prévoit une progression annuelle moyenne de +1,3 point de marge, soit une trajectoire plus dynamique que l'historique, portée notamment par des acquisitions ciblées de catalogues plus rentables. Le Plan tel que validé par le Conseil d'administration permet d'atteindre 14,8% de rentabilité, proche de l'objectif de rentabilité annoncé au marché (*i.e.* 15% de marge d'EBITDA Ajusté) en fin de période du Plan, ce qui n'était pas le cas dans le précédent plan d'affaires.

Par ailleurs, la conversion de l'EBITDA en *Free-Cash-Flows* (FCF) est estimée à environ 60% en valeur terminale dans notre DCF, soit un niveau supérieur aux réalisations historiques, ce qui constitue un élément favorable aux actionnaires minoritaires, d'autant plus que cette valeur terminale représente environ 94,7% de la valeur d'entreprise.

S'agissant de la génération de flux de trésorerie négative embarquée par les Établissements Présentateurs sur la période 2025E-2035E, nous renvoyons le lecteur au §8.2.3 où nous comparons nos travaux respectifs.

Dès lors, nos travaux intègrent un potentiel de développement significatif de la Société, notamment en lien avec la nouvelle stratégie *M&A* (comme indiqué ci-avant et cf. §6.4.1.1). Il convient à ce titre de rappeler que, dans une valorisation en base *standalone*, il n'est pas usuel de prendre en compte des hypothèses de croissance externe, celles-ci étant incertaines par nature (multiples d'acquisition, calendrier, intégration opérationnelle, etc.), une telle hypothèse étant par construction très favorable à la valeur de l'action.

S'agissant des autres éléments du Free-Cash-Flows

Variation de BFR

Un des actionnaires minoritaires mentionne le fait « *qu'augmenter le niveau des avances aux artistes impactant le BFR a plutôt été mentionné comme une opportunité pour accélérer la croissance notamment pour pénétrer de nouveaux marchés ou recruter des artistes emblématiques. Cette hypothèse nous semble donc incompatible avec l'hypothèse de ralentissement de la croissance mentionnée* ».

Comme précisé dans le communiqué de presse du premier semestre 2024 publié le 1^{er} août 2024, la variation de BFR est négative, reflétant ainsi la tendance marquée et avérée de l'augmentation des avances versées aux artistes : « *La variation du fonds de roulement a été négative de 34,3 millions d'euros, reflétant l'augmentation des avances aux artistes et aux labels qui ont progressé de 25,5 millions d'euros par rapport à la fin du mois de décembre 2023* ».

Ces éléments sont structurels. Le Management nous a confirmé par ailleurs que la hausse des avances devrait se poursuivre, en ligne avec le poids croissant de l'activité « *Artist Services* », ce qui va ainsi continuer à dégrader le BFR de la Société. Il est un fait que cette augmentation va de pair, comme le souligne l'actionnaire, avec un niveau de croissance volontariste, ce qui nous semble être le cas à l'issue de notre revue critique développée sur le plan d'affaires du Management.

Autres coûts

Concernant « *l'ajout d'éléments exceptionnels liés aux frais de consultants pour -5,4 M€ au cours de la période du plan d'affaires, de la période d'extrapolation et dans le calcul de la valeur terminale* », nous apportons les précisions suivantes :

- Les « éléments exceptionnels liés aux frais de consultants pour -5,4 M€ » auxquels fait référence l'actionnaire minoritaire correspondent en réalité à la modélisation des charges opérationnelles non courantes du Groupe, qui englobe historiquement des charges de *restructuring*, des autres provisions et des frais d'intégration *M&A*, ces derniers ne représentant que la moitié du montant total de ces charges ;

- Bien que de nature variable d'un exercice à l'autre, les charges opérationnelles non courantes présentent un certain niveau récurrent dans leur quantum (avec des montants de 3,5⁴³ M€ en 2024 et, 6,5 M€ en 2023, 3,6 M€ en 2022, 5,7⁴⁴ M€ en 2021), ce qui a conduit la Société à les intégrer dans son Plan d'affaires. Nous notons néanmoins que la Société a retenu un montant relativement stable sur l'ensemble de la période, en s'appuyant sur les niveaux observés les années précédentes. Ainsi ces charges sont projetées à la baisse en proportion du chiffre d'affaires, diminuant ainsi de 0,4% en 2025E à 0,2% en 2030E, alors même que le volume de chiffre d'affaires mais surtout de *M&A* envisagé est supérieur à celui constaté historiquement.

Nous n'avons pas retenu ces coûts sur notre période d'extrapolation et dans notre valeur terminale, ce qui est favorable à l'actionnaire minoritaire.

S'agissant des paramètres de construction du taux d'actualisation

Un des actionnaires minoritaires qui nous a contactés s'interroge « *sur la pertinence et la cohérence des paramètres utilisées dans la construction du WACC utilisé pour la valorisation par DCF* » par les Établissements Présentateurs.

Sur ce point, nous renvoyons le lecteur au §8.2.3.2.

Le taux d'actualisation retenu par les Établissements Présentateurs s'établit à 11,7%, tandis que notre taux d'actualisation est de 11,08%. Nous rappelons que nous avons retenu le coût des fonds propres de Believe compte tenu de la position de trésorerie nette positive de la Société au 31 décembre 2024. Ce taux a été estimé à 11,08%, conformément aux éléments détaillés ci-avant (cf. §6.4.1.2).

S'agissant de la méthode des comparables boursiers

Un des actionnaires qui nous a contacté remet en cause « *l'échantillon des comparables boursiers limité uniquement à Universal Music Group et Warner Music Group, là où Spotify devrait être intégré. Par ailleurs, une valorisation sur le seul critère de multiple d'EBITDA-CAPEX ne nous semble pas pertinente et nous regrettons l'absence de valorisation sur le critère du multiple du chiffre d'affaires* ».

Concernant l'échantillon considéré

Comme indiqué au §6.4.3, notre échantillon de comparables boursiers se limite en effet à deux sociétés : Universal Music Group (UMG) et Warner Music Group (WMG). Pour rappel, en raison des caractéristiques spécifiques de Believe – notamment sa taille, son profil de croissance, son niveau de rentabilité et son *mix* produit – nous n'avons pas identifié de sociétés cotées pleinement comparables. C'est pourquoi la méthode des comparables boursiers n'est retenue qu'à titre secondaire dans notre approche d'évaluation.

⁴³ Hors coûts de l'OPAS.

⁴⁴ Hors coûts de l'IPO.

L'exclusion de notre échantillon des autres sociétés cotées du secteur, notamment Spotify, est motivée et détaillée au §6.4.3

Nous rappelons que le Groupe est en concurrence directe avec les *majors* et est avant tout une société de musique et non un service de *streaming*, ce que nous reflétons dans notre échantillon de comparables, et que cette situation de concurrence avec les majors n'affecte pas Spotify qui bénéficie de cette concurrence en aval de la chaîne de valeur.

Concernant Spotify

S'agissant du positionnement dans la chaîne de valeur

Spotify et Believe évoluent tous deux dans l'industrie de la musique numérique, mais leurs modèles économiques, leurs métiers principaux et leurs positionnements dans la chaîne de valeur musicale sont très différents. En effet, Spotify est une plateforme de streaming qui génère des revenus principalement via des abonnements payants (« Spotify Premium ») représentant environ 88% du chiffre d'affaires 2024 et via ses activités financées par la publicité sur sa version gratuite. Spotify redistribue une grande partie de ses revenus aux ayants droits (labels, artistes, etc.). Believe, quant à elle, est une société de services aux artistes et labels dont son modèle économique est basé i) sur les commissions perçus sur les revenus générés par les artistes via des plateformes comme Spotify, YouTube, etc., et ii) sur des services marketing, de distribution, et d'*analytics*, etc. Il s'agit d'un prestataire pour les artistes et les labels, et non pas d'une plateforme en tant que telle.

Spotify est un diffuseur qui s'emploie comme intermédiaire entre le public et les ayants droits tandis que Believe est un fournisseur de services et un distributeur intermédiaire entre les artistes/labels et les plateformes comme Spotify, Apple Music, Deezer, etc. La clientèle cible de Spotify sont les utilisateurs finaux (grand public) et les annonceurs publicitaires (B2C). S'agissant de Believe, les artistes indépendants, les labels, et parfois les majors via des accords bien spécifiques représentent sa clientèle clef (B2B).

S'agissant des fondamentaux économiques

Spotify dispose d'un effet d'échelle beaucoup plus important que Believe, tant en termes de chiffre d'affaires (environ 18 Mds\$ au 31 décembre 2024 pour Spotify contre moins de 1 Md€ pour Believe à la même date) qu'en termes de capitalisation boursière (environ 140 Mds\$ pour Spotify à date contre environ 1 Md€ pour Believe avant début des spéculations autour d'une potentielle OPAS parues dans un article de presse de Betaville le 5 décembre 2023).

À titre d'information et pour rappel, au premier trimestre 2025, Spotify compte environ 270 millions d'abonnés payants, tandis que Deezer en recense moins de 10 millions. Cette taille critique et ce niveau de maturité dont bénéficie Spotify par rapport à Believe lui permettent de disposer d'une croissance plus forte et de générer une marge d'EBITDA pré-IFRS 16 et pré R&D capitalisée d'environ 10% au 31 décembre 2024 (contre 6,8% pour Believe).

S'agissant du parcours boursier et des multiples qui en découlent

Le cours de l'action Spotify, cotée au New York Stock Exchange (NYSE), a été multiplié par environ six fois sur les trois dernières années, passant de 112,2\$ à la clôture du 3 juin 2022 à 672\$ à la clôture du 3 juin 2025 (cours ajustés des dividendes et des potentiels DPS).

Sur la dernière année précédant le début des spéculations autour d'une potentielle OPAS sur Believe datant du 5 début décembre 2023, les évolutions des cours de bourse de Believe, UMG, WMG et Spotify sont synthétisées ci-après :

Figure 16 - Evolution du cours de bourse de Believe, d'Universal Music Group, de Warner Music Group et de Spotify Technology sur une période d'un an précédant le 5 décembre 2023 (en base 100)



Source : Capital IQ, analyses Finexsi

Dès lors, la forte valorisation de Spotify en bourse reflète la principale raison pour laquelle les multiples boursiers d'EBITDA ou d'EBITDA - CAPEX de Spotify sont atypiques pour le secteur. En effet, en 2025E, les multiples boursiers extériorisent des niveaux environ deux fois supérieurs à ceux du secteur, anticipant des niveaux de croissance et de profitabilité incomparables, étant en outre observé que les multiples des sociétés cotées aux USA extériorisent généralement des multiples supérieurs à ceux des places européennes.

Bien qu'opérant dans le même secteur, nous considérons que les sociétés ne sont pas comparables et nous considérons que les multiples de Spotify ne sont pas applicables à Believe.

Retenir uniquement Spotify, ou même seul en plus des deux *majors* retenues, n'est pas, selon nous, une hypothèse cohérente. Il conviendrait alors de tenir compte de Hybe & Co, et il conviendrait aussi compte tenu de la disparité des comparables, d'élargir l'échantillon.

Pour capturer néanmoins la dynamique sectorielle puisque Believe réalise 30% de son CA avec Spotify, nous avons à titre indicatif intégré Spotify dans un échantillon élargi de sociétés opérant dans le secteur, comme suggéré par certains actionnaires, étant observé que nous retenons la moyenne puisque si nous retenions la médiane, Spotify serait exclu compte tenu du caractère atypique de ses multiples.

À titre purement informatif, nous présentons ci-après la valorisation issue de la méthode des comparables boursiers retenue à titre secondaire sur la base d'un échantillon élargi tenant compte, en plus d'UMG et de WMG, des sociétés Sony Group Corporation laquelle est un conglomérat dont les activités comparables ne représentent que 12,2% de son chiffre d'affaires, Reservoir Media Inc., Tencent Music Entertainment Group, Spotify Technology et HYBE. Ces sociétés⁴⁵ ont été écartées de notre échantillon restreint aux deux majors en raison de leur positionnement différent sur la chaîne de valeur musicale, bien qu'ayant des opérations dans le secteur de la musique.

Tableau 18 - Multiples d'EBITDA et EBITDA - CAPEX 2025E et 2026E observés sur les sociétés de l'échantillon élargi

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE ** (mEUR)	xEBITDA		xEBITDA - CAPEX*	
				2025e	2026e	2025e	2026e
Universal Music Group N.V.	Netherlands	11 834	50 366	18,8x	16,8x	20,0x	17,7x
Warner Music Group Corp.	United States	5 762	17 518	14,3x	13,0x	15,9x	14,4x
Sony Group Corporation	Japan	80 054	157 042	11,2x	10,8x	16,0x	15,3x
Reservoir Media, Inc.	United States	147	780	12,4x	12,0x	12,4x	12,0x
Tencent Music Entertainment	China	3 758	21 217	13,0x	11,8x	14,2x	12,9x
Spotify Technology S.A.	Sweden	15 673	115 649	42,2x	31,4x	42,6x	31,7x
HYBE Co., Ltd.	South Korea	1 475	7 191	25,6x	18,5x	29,0x	20,3x
Moyenne				19,6x	16,3x	21,4x	17,8x

* Multiples induits par (i) une Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 31 mai 2025 et d'un nombre moyen d'actions sur trois mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée.

** Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 30 avril 2025.

Source : Capital IQ

L'application des multiples moyens aux EBITDA - CAPEX 2025E et 2026E de la Société fait ressortir une fourchette de valeurs comprises entre 13,79€ et 17,11€ par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de +24,7% par rapport à la borne basse et une prime limitée de 0,5% par rapport à la borne haute.

Plus spécifiquement, le prix d'Offre de 17,20€ induit un multiple implicite d'EBITDA - CAPEX de Believe d'environ 26,9x (2025E) et 17,6x (2026E), multiples qui se situent dans le haut de ceux du panel ci-dessus.

⁴⁵ Sony Group Corporation, Reservoir Media Inc., Tencent Music Entertainment Group, Spotify Technology et HYBE.

Concernant les multiples retenus

Nous avons privilégié l'EBITDA Ajusté comme agrégat de référence, celui-ci reflétant le niveau de rentabilité opérationnelle des acteurs du secteur et étant couramment utilisé dans leur communication financière.

L'intensité capitalistique, en pourcentage du chiffre d'affaires, est légèrement différente entre Believe et les deux *majors* retenues, ce qui, selon nous, justifie l'utilisation d'un multiple spécifique basé sur l'EBITDA Ajusté - CAPEX.

Les multiples de chiffre d'affaires sont plutôt usuellement retenus pour valoriser des *startups*, ce qui n'est plus la situation de Believe, et caractérise une situation d'absence de rentabilité : le chiffre d'affaires devient, dès lors, l'un des seuls indicateurs tangibles disponibles. Le multiple de chiffre d'affaires n'est pas adapté dans le cas présent dans la mesure où il ne permet pas de tenir compte des perspectives de rentabilité du Groupe. À titre purement informatif, la valorisation issue de la méthode des comparables boursiers sur la base des multiples de chiffres d'affaires 2025E et 2026E s'établirait à un niveau plus de trois fois supérieur à nos résultats, rendant la prise en compte de cet agrégat encore moins pertinente.

S'agissant de l'évolution des fondamentaux depuis l'introduction en bourse (IPO)

La plupart des actionnaires qui nous ont contactés font état du fait que le prix d'Offre soit inférieur au prix de l'introduction en bourse de la Société de 19,50€ par action datant de juin 2021. *« Il est inacceptable que, quelques années seulement après avoir sollicité la confiance du marché, l'on cherche à évincer les actionnaires minoritaires à un prix aussi significativement inférieur, ignorant la valorisation initiale que la société elle-même et ses conseils avaient défendue à l'époque. Cette offre cristallise une perte substantielle pour les investisseurs ayant participé à l'IPO ».*

Il convient de rappeler que la Société a été introduite en bourse en juin 2021, une période où l'environnement de marché, les conditions macroéconomiques ainsi que les conditions de taux étaient complètement différentes de celles actuelles. Les niveaux de valorisation étaient très élevés, en fort rebond à la suite de la crise de la Covid-19.

La Société a introduit 19.619.422 actions, soit environ 19,5% de son capital au prix de 19,50€. Le cours de bourse a fait l'objet d'une baisse significative sur les premiers jours de cotation (pour information, clôture à 16,05€ le 10 juin 2021, soit une baisse de -17,7%). Depuis l'introduction en bourse et jusqu'à la veille des rumeurs spéculatives sur l'OPAS 2024 (*i.e.* décembre 2023), le cours de bourse a diminué de -48,7%. Nous observons par ailleurs que le cours de bourse a clôturé uniquement à huit reprises à un prix supérieur à 19,50€, ce qui met en exergue la faible validation du prix d'introduction en bourse par le marché.

Les objectifs du Groupe tels que décrits dans la note d'opération de l'introduction en bourse étaient les suivants sur la période 2022-2025 :

- Un taux annuel moyen de croissance organique de son chiffre d'affaires consolidé compris entre 22% et 25% (à taux de change constant) ;
- Au-delà de 2025, une stabilisation de la croissance de son chiffre d'affaires (après prise en compte des acquisitions) autour de 20% ; et
- Une marge d'EBITDA Ajusté comprise entre 5% et 7% à horizon 2025 et une stabilisation progressive autour de 15% au-delà de cet horizon.

Ces perspectives nous semblent beaucoup moins cohérentes dans le contexte de marché actuel avec une concurrence qui s'est intensifiée. Comme indiqué ci-avant, la Société a dû revoir à la baisse ses prévisions de croissance organique pour les années 2023 et 2024, les faisant passer respectivement de +18% à +14%⁴⁶ et de +18% à +12%⁴⁷. Believe a également ajusté à la baisse ses objectifs de rentabilité, avec une révision de sa prévision de marge d'EBITDA Ajusté (cf. §6.4.1). S'agissant du réalisé, nous rappelons que la Société a publié des résultats 2024 en-deçà du Budget 2024 en termes de chiffre d'affaires et d'EBITDA.

La Société est également en retard par rapport à ses objectifs de croissance externe de l'IPO en lien notamment avec la mise en pause de la croissance externe en 2022 dans un contexte d'instabilité géopolitique (crise russo-ukrainienne).

De plus, les primes de risque de l'époque n'étaient en rien comparables à ce qu'elles sont aujourd'hui.

La référence du prix d'IPO de 2021 est obsolète pour juger de l'équité du prix d'Offre actuel.

Pour toutes ces raisons, nous ne retenons pas cette référence qui est, en toute hypothèse, trop ancienne.

S'agissant du contexte d'intérêt antérieur à un prix supérieur et des doutes sur le processus initial

Un des actionnaires qui nous a contactés remet en cause le contexte d'intérêt antérieur à un prix supérieur et a des doutes sur le processus initial par rapport à l'intérêt préliminaire de WMG pour un prix minimum de 17€ par action Believe.

Il ne nous appartient pas de commenter le processus M&A qui a été mené par les conseils de la Société dans l'intérêt de ses actionnaires, étant précisé toutefois qu'*in fine* aucun des investisseurs potentiels n'a formulé d'offre engageante ou non-engageante à un prix supérieur au prix de l'OPAS 2024 de 15€ par action Believe.

⁴⁶ Source : Rapport semestriel 2023 de Believe.

⁴⁷ Source : Rapport semestriel 2024 de Believe.

Toutefois, nous comprenons que le 21 février 2024, WMG a approché le Groupe pour entamer des discussions concernant un éventuel rapprochement avec Believe et pour obtenir l'accès à des informations confidentielles en vue de présenter éventuellement une offre plus attrayante à la Société et à ses actionnaires (« à un minimum de 17 euros par action (coupon de dividende attaché), sur la base des informations publiques actuellement disponibles »).

Le 25 mars 2024, le conseil d'administration a donné accès à WMG à une *dataroom* incluant un niveau d'informations équivalent à celui consenti au Consortium et a demandé à WMG de soumettre une offre engageante au plus tard le 7 avril 2024.

Le 6 avril 2024, WMG a annoncé « avoir décidé, après mûre réflexion, de ne pas soumettre d'offre engageante pour Believe ». Dès lors, aucune offre ferme, ni même de LOI n'a été obtenue par la Société et son Conseil d'administration à un prix supérieur que celui proposé dans le cadre de l'OPAS 2024.

En synthèse, nous considérons que cette question ne se pose plus dans le contexte du prix d'Offre réhaussé à 17,2€.

11 Conclusion

En ce qui concerne l'actionnaire de Believe

La présente Offre Publique de Retrait au prix de 17,20€ par action sera suivie d'un Retrait Obligatoire, avec une indemnité égale au prix de l'Offre.

Nous considérons l'approche DCF comme la plus appropriée pour estimer la valeur intrinsèque de l'action Believe. Le prix d'Offre extériorise une prime de +5,8% par rapport à la valeur centrale issue de cette méthode, fondée sur le plan d'affaires du Management qui apparaît volontariste, dans la mesure où il intègre de fortes perspectives de développement et de rentabilité, soutenues par une stratégie de croissance externe qui comporte de nombreuses incertitudes, notamment sur les multiples payés, et sur les risques d'exécution en termes de calendrier et d'intégration. Une telle prise en compte est inusuelle et par construction favorable à l'actionnaire.

La fourchette de valorisation du DCF est corroborée par le résultat des méthodes analogiques des comparables boursiers ainsi que des transactions comparables, mises en œuvre à titre secondaire en raison principalement d'échantillons restreints dont la comparabilité avec la Société est limitée. Sur ces critères, le prix d'Offre fait ressortir des primes comprises entre +10,0% et +48,1% sur la base des multiples d'EBITDA - CAPEX des comparables boursiers, et des primes comprises entre +17,4% et +19,8% sur la base des multiples d'EBITDA extériorisés par les transactions comparables.

Le prix d'Offre fait ressortir des primes comprises entre +13,8% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre et +16,3% par rapport au cours de bourse moyen 60 jours, étant précisé que cette référence est présentée à titre secondaire, uniquement dans le contexte de Retrait Obligatoire de la présente Offre et compte tenu de la liquidité et la rotation du flottant très limités à la suite de l'Acquisition des Blocs et de l'OPAS de 2024.

Il est à noter que nous n'avons pas retenu, dans nos analyses, d'aucune provision au titre de la plainte pour violation des droits d'auteur pour 500 M\$ déposée par UMG Recordings, Inc., Capitol Records, LLC, Capital CMG, Inc., ABKCO Music & Records, Inc., et Concord Music Group, Inc, ce qui est également favorable à l'actionnaire.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le mécanisme d'intéressement et (ii) le traité d'apport en nature, n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 17,20€ par action Believe proposé dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Believe, y compris en cas de mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 4 juin 2025

Finexsi - Expert & Conseil Financier

Adeline BURNAND

Director

Olivier PERONNET

Partner

PJ : Annexes

12 Annexes

Présentation du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier et déroulement de la mission

L'activité de Finexsi - Expert & Conseil Financier (Finexsi) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités de Commissariat aux comptes, d'acquisitions et cessions d'entreprises, d'apports et fusions, d'évaluation et d'expertise indépendante et d'assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet Finexsi est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet Finexsi au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
nov.-23	ESI Group	Keysight Technologies	JP Morgan, BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
déc.-23	Altur Investissement	Suffren Holding	Invest Securities	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
févr.-24	Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises (C.I.F.E)	Spie batignolles	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-24	Sopra Banking Software	Axway Software	Société Générale	Offre Publique d'Achat
mai-24	Micropole	Miramar Holding	Société Générale	Offre Publique d'Achat
juil.-24	Micropole	Talan holding SAS	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
sept.-24	Wedia SA	Mercure	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
oct.-24	Esker	Boréal Bidco SAS	Société Générale, Morgan Stanley	Offre Publique d'Achat
déc.-24	Aures Technologies	Advantech Co., Ltd.	BNP Paribas Portzamparc	Offre Publique d'Achat suivie, le cas échéant, d'un Retrait Obligatoire
janv.-25	Neoen	Brookfield Renewable Holdings	BNP Paribas, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée
févr.-25	Exclusive Networks	Etna French Bidco	BNP Paribas, Lazard, Société Générale, Morgan Stanley	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
avr.-25	Tarkett	Tarkett Participation	Rothschild&Co, BNP Paribas Portzamparc, Crédit Agricole, Société	Offre Publique de Retait

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Finexsi - Expert & Conseil Financier adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, Finexsi - Expert & Conseil Financier applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 280 k€, hors taxes, frais et débours, sur la base des temps passés à date.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

1. Prise de connaissance de l'Opération et acceptation de la mission.
2. Identification des risques et orientation de la mission.
3. Collecte des informations et des données nécessaires à la mission.
4. Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit l'Offre : échanges avec la Société et ses Conseils ;
 - Prise de connaissance d'analyses sectorielles afin de mieux appréhender le marché et les activités de la Société.
5. Analyse de l'Opération et de la documentation juridique afférente (projet de note d'information, accords connexes, etc.).
6. Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société.
7. Analyse des conditions de l'Acquisition des Blocs.
8. Analyse du cours de bourse de Believe :
 - Analyse de l'évolution du cours ;
 - Analyse du flottant et de la liquidité.
9. Revue du plan d'affaires du Management de la Société.
10. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation d'analyses de sensibilité.
11. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des comparables boursiers.
12. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des transactions comparables.

13. Analyse des objectifs de cours des analystes.
14. Analyse du projet de note d'information et analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation des Établissements Présentateurs.
15. Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société et de l'Initiateur.
16. Revue indépendante.
17. Rédaction du rapport.

Calendrier de l'étude

13 mars 2025	Désignation du cabinet Finexsi en qualité d'Expert indépendant par le Conseil d'administration de Believe.
20 mars 2025	Réunion de travail avec le Management de Believe portant sur la stratégie du Groupe, son activité, son plan d'affaires.
26 mars 2025	Réunion de travail avec le Management de Believe portant sur les performances historiques et son plan d'affaires.
28 mars 2025	Premier point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i> .
31 mars 2025	Réunion de travail avec les Établissements Présentateur.
1^{er} avril 2025	Réunion de travail avec le Management de Believe sur la stratégie <i>M&A</i> .
2 avril 2025	Réunion de travail avec les Établissements Présentateurs.
3 avril 2025	Réunion de travail avec les conseils de l'Initiateur sur les accords connexes.
4 avril 2025	Deuxième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i> .
7 avril 2025	Troisième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i> .
9 avril 2025	Réunion de travail sur les accords connexes.
11 avril 2025	Obtention du premier projet de note d'information.
14 avril 2025	Réunion de travail avec les conseils de l'Initiateur sur les accords connexes.

15 avril 2025	Quatrième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i> .
29 avril 2025	Réunion de travail avec le management de Believe sur nos questions complémentaires.
30 avril 2025	Échange avec les Banques Présentatrices sur leurs réponses aux observations soulevés dans les courriers des actionnaires minoritaires.
5 mai 2025	Échange avec un actionnaire minoritaire souhaitant nous rencontrer.
5 mai 2025	Cinquième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i> .
7 mai 2025	Réunion de travail avec le management de Believe sur nos questions complémentaires.
9 mai 2025	Échange avec les Banques Présentatrices sur les courriers des actionnaires minoritaires.
12 mai 2025	Échange avec les conseils juridiques du Comité <i>ad hoc</i> .
13 mai 2025	Deuxième échange avec un actionnaire minoritaire.
19 mai 2025	Réunion de travail avec le management de Believe sur nos questions complémentaires.
20 mai 2025	Sixième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i> .
26 mai 2025	Septième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i> .
27 mai 2025	Réunion de travail avec le management de Believe sur nos questions complémentaires.
27 mai 2025	Réunion de travail avec les Établissements Présentateurs.
2 juin 2025	Réunion de travail avec le management de Believe sur le <i>Current Trading</i> .
2 juin 2025	Huitième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i> .
3 juin 2025	Troisième échange avec un actionnaire minoritaire
mi-mai 2025 - 4 juin 2025	Revue indépendante.

4 juin 2025	Réception des lettres d'affirmation signées par Believe et par l'Initiateur.
4 juin 2025	Présentation de notre rapport définitif au Comité <i>ad hoc</i> .
4 juin 2025	Remise de notre attestation d'équité.

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Believe

- Monsieur Denis LADEGAILLERIE, *Chief Executive Officer*
- Monsieur Xavier DUMONT, *Chief Financial Officer*
- Madame Emilie MEGEL, *Head of Investor Relations & Corporate Development*
- Monsieur Thibault DELECOURT, *Corp Dev Director*
- Monsieur Mehdi LAMRANI LAGHRIB, *Corp Dev Analyst*

Comité ad hoc

- Madame Orla NOONAN, administratrice indépendante
- Madame Anne-France LACLIDE-DROUIN, administratrice indépendante
- Madame Cécile FROT-COUTAZ, administratrice indépendante

Goldman Sachs, Établissement Présentateur

- Madame Anne BIZIEN, *Managing Director*
- Monsieur Thomas GAGNEZ, *Managing Director*
- Monsieur Guillaume SCHLOEGEL, *Executive Director*
- Monsieur Victor DONSIMONI, *Associate*
- Madame Emily MURPHY, *Analyst*

BNP Paribas, Établissement Présentateur

- Monsieur Nicolas SUDRE, *Managing Director*
- Monsieur Olivier RINAUDO, *Managing Director*
- Madame Anne PORTELANCE, *Vice-Président*
- Monsieur Benjamin ROMEU, *Associate*
- Madame Lisa BOVEDA, *Analyst*
- Monsieur Gabriel DE NEVERLEE, *Analyst*

Gide, Conseil juridique du Comité

- Maître Olivier DIAZ, Avocat - *Partner*
- Maître Agathe DELALANDE, Avocat - *Associate*
- Maître Enzo ROSSI - *Associate*

Bredin Prat, Conseil juridique de l'Initiateur

- Maître Karine ANGEL, *Partner M&A / Corporate*
- Maître Olivier ASSANT, *Partner*
- Maître Constantin MATHEWS, *Counsel*

Sources d'information utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Documentation financière et juridique relative à l'Opération ;
- Documentation juridique, comptable et financière de Believe ;
- Plan d'affaires 2025E-2030E de la Société établi en mars 2025 ;
- Plan d'affaires 2024E-2030E de la Société établi en décembre 2023 ;
- Études de marché ;
- Notes d'analystes suivant le titre Believe ;
- PV des Conseils d'administration tenus en 2021, 2022, 2023, 2024 et 2025 ;
- Rapport d'évaluation de Believe préparé par les Établissements Présentateurs ;
- Projet de note d'information et de note en réponse.

Informations de marché

- Communication financière de Believe entre 2020 et 2025 ;
- Communication de Believe relative à l'Opération (communiqué de presse) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables consensus de marché : *Capital IQ*, *Epsilon Research*, *MergerMarket*, rapports financiers des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta, etc.) : *Capital IQ*, Banque de France, Fonds Monétaire International, Finexsi ;
- Données macroéconomiques et sectorielles : études MIDiA et IFPI.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Monsieur Olivier PERONNET (*Partner*) et Madame Adeline BURNAND (*Director*) ont été assistés de Messieurs Arthur LANDES (*Manager*), Paul COTTON (*Associate*) et Kévin DA SILVA (*Analyst*).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, spécialiste en évaluation et *Partner* du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les signataires.



Lettre de mission