

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE  
portant sur 288.607.076 actions de la société



Réalisée dans le cadre du programme de rachat d'actions de la société autorisé par l'assemblée générale mixte du 25 mai 2022

PRÉSENTÉE PAR



Banque présentatrice et garante

NOTE D'INFORMATION DE LA SOCIÉTÉ BOLLORÉ SE

**PRIX DE L'OFFRE :**

5,75 euros par action Bolloré SE (dividende complémentaire 2022 attaché<sup>1</sup>)

**AVERTISSEMENT :**

*Complément de prix éventuel : les actionnaires qui auront apporté leurs titres à la présente offre se verront remettre un droit à complément de prix d'un montant de 0,25 euro par action Bolloré SE cédée dans le cadre de la présente offre (le « **Complément de Prix** »). Le versement de ce Complément de Prix sera subordonné à la réalisation de la cession de Bolloré Logistics par Bolloré dans les conditions figurant en Section 1.3 du présent document.*

**DURÉE DE L'OFFRE :**

Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») conformément à son règlement général



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'AMF a, en application de sa décision de conformité de l'offre publique en date du 15 mai 2023, apposé le visa n°23-161 en date du 15 mai 2023 sur la présente note d'information (la « **Note d'Information** »). Cette Note d'Information a été établie par Bolloré SE 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.

La présente Note d'Information est disponible sur les sites Internet de Bolloré SE ([www.bollore.com](http://www.bollore.com)) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)). Elle peut être obtenue sans frais auprès de :

**Bolloré SE**  
Odette  
29500 Ergué Gabéric

**Natixis**  
7 promenade Germaine Sablon  
75013 Paris

<sup>1</sup> L'assemblée générale mixte des actionnaires de Bolloré SE se verra proposer le 24 mai 2023 la distribution d'un dividende complémentaire 2022 de 0,04 euro par action, dont la date de détachement serait fixée au 4 juillet 2023 pour une mise en paiement le 6 juillet 2023.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »), les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Bolloré SE seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, selon les mêmes modalités.

## TABLE DES MATIERES

<b>1.</b>	<b>PRÉSENTATION DE L'OFFRE</b> .....	<b>5</b>
1.1.	Contexte et motifs de l'Offre .....	5
1.1.1.	Motifs de l'Offre.....	5
1.1.2.	Répartition du capital social de la Société.....	6
1.1.3.	Déclarations de franchissement de seuils .....	7
1.1.4.	Acquisitions d'actions Bolloré .....	7
1.2.	Intentions de la Société pour les douze mois à venir .....	8
1.2.1.	Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière ...	8
1.2.2.	Intentions en termes d'emploi .....	9
1.2.3.	Composition des organes sociaux et de la direction de Bolloré .....	9
1.2.4.	Intérêts de l'Offre pour la Société et ses actionnaires .....	9
1.2.5.	Statuts de la Société.....	10
1.2.6.	Intention concernant un retrait obligatoire et la radiation des actions de la Société .....	10
1.2.7.	Politique de distribution de dividendes .....	10
1.2.8.	Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion.....	10
1.3.	Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou de son issue.....	10
<b>2.</b>	<b>CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE</b> .....	<b>12</b>
2.1.	Conditions de l'Offre .....	12
2.1.1.	Autorisation du programme de rachat d'actions.....	12
2.1.2.	Décisions de mise en œuvre du projet d'Offre .....	13
2.1.3.	Opérations réalisées dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société .....	13
2.2.	Termes de l'Offre.....	14
2.3.	Nombre de titres visés par l'Offre .....	14
2.3.1.	Auto-détention.....	14
2.3.2.	Situation des bénéficiaires d'actions gratuites.....	14
2.4.	Modalités de l'Offre.....	15
2.5.	Procédure de présentation des actions à l'Offre.....	16
2.6.	Centralisation des ordres.....	16
2.7.	Mécanisme de réduction dans le cadre de l'Offre.....	17
2.8.	Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison.....	17
2.9.	Calendrier indicatif de l'Offre .....	17
2.10.	Frais et financement de l'Offre .....	18
2.10.1.	Frais liés à l'Offre.....	18
2.10.2.	Modalités de financement de l'Offre.....	18
2.11.	Frais de courtage et rémunération des intermédiaires.....	18
2.12.	Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de Bolloré .....	19
2.12.1.	Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de la Société ..	19
2.12.2.	Incidence sur les comptes de la Société.....	21
2.12.3.	Incidence sur la capitalisation boursière de la Société .....	21
2.13.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	21
2.14.	Régime fiscal de l'Offre.....	22
2.14.1.	Actionnaires personnes physiques résidentes fiscales de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel.....	23
2.14.2.	Actionnaires personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés au taux et dans les conditions de droit commun ...	25
2.14.3.	Actionnaires non-résidents fiscaux de France .....	26
2.14.4.	Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent.....	26
2.14.5.	Droits d'enregistrement .....	26
2.14.6.	Taxe sur les transactions financières .....	26
2.14.7.	Régime fiscal du Complément de Prix .....	27

<b>3.</b>	<b>ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE .....</b>	<b>28</b>
3.1.	Rappel du contexte et des termes de l'Offre .....	28
3.2.	Données financières servant de base à la valorisation .....	29
3.2.1.	Information financière disponible .....	29
3.2.2.	Sources d'informations.....	30
3.2.3.	Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Bolloré.....	31
3.2.4.	Nombre d'actions totalement dilué de Bolloré.....	31
3.3.	Méthodologie de valorisation de Bolloré.....	32
3.3.1.	Méthodes retenues pour l'appréciation des termes de l'Offre.....	32
3.3.2.	Méthodes de valorisation écartées.....	43
3.4.	Synthèse des éléments d'appréciation .....	44
3.5.	Impact de l'Offre Ferme de CMA CGM relative à l'acquisition de 100% de la société Bolloré Logistics.....	44
<b>4.</b>	<b>RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT .....</b>	<b>45</b>
<b>5.</b>	<b>AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....</b>	<b>45</b>
<b>6.</b>	<b>INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....</b>	<b>52</b>
<b>7.</b>	<b>MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ.....</b>	<b>52</b>
<b>8.</b>	<b>PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION .....</b>	<b>53</b>
8.1.	Pour Bolloré.....	53
8.2.	Pour la présentation de l'Offre.....	53

## **1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE**

Le conseil d'administration de la société Bolloré SE, société européenne dont le siège social est situé à Odet, 29500 – Ergué-Gabéric, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Quimper sous le numéro 055 804 124 (« **Bolloré** » ou la « **Société** »), a décidé au cours de sa séance du 18 avril 2023, en vertu de l'autorisation d'opérer sur ses propres actions qui lui a été conférée par la 16<sup>ème</sup> résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 25 mai 2022, en application de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce, de proposer aux actionnaires de Bolloré de racheter leurs actions, dans la limite d'un nombre maximum de 288.607.076 actions, soit 9,78% de son capital<sup>2</sup>, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »). Cette Offre est réalisée conformément aux dispositions du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 6° et suivants du RGAMF.

Les actions Bolloré sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000039299.

Le prix de l'Offre est de 5,75 euros par action Bolloré, dividende complémentaire 2022 attaché (le « **Prix d'Offre** »). Dans l'hypothèse où le dividende complémentaire 2022, dont le montant proposé est de 0,04 euro par action<sup>3</sup>, serait versé préalablement au règlement-livraison de l'Offre, le Prix d'Offre serait ajusté à due concurrence pour être ramené à 5,71 euros par action. Il est précisé que les dates de détachement et de mise en paiement de ce dividende complémentaire 2022 devraient intervenir après le règlement-livraison de l'Offre dans le calendrier envisagé (cf. Section 2.9 ci-après).

Un éventuel Complément de Prix de 0,25 euro par action Bolloré pourrait être ajouté au Prix d'Offre en cas de réalisation de la cession de Bolloré Logistics par Bolloré dans les conditions figurant en Section 1.3 du présent document. En telle hypothèse, le prix total de l'Offre serait porté à 6,00 euros par action Bolloré (dividende complémentaire 2022 attaché).

En dehors des actions gratuites et de performance (cf. Section 2.3.2 ci-après), il n'existe pas de titres de capital ou d'instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de Bolloré.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF et sera ouverte pour une durée d'au moins dix jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée par Natixis (ci-après l'« **Etablissement Présentateur** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre. Il est précisé que cette garantie s'appliquera au Complément de Prix éventuel décrit en Section 1.3 ci-après.

### **1.1. Contexte et motifs de l'Offre**

#### *1.1.1. Motifs de l'Offre*

Le 21 décembre 2022, Bolloré a annoncé la réalisation en date du même jour de la cession au groupe MSC de 100% de sa filiale Bolloré Africa Logistics, regroupant l'ensemble des activités de transport et logistique du groupe Bolloré en Afrique, sur la base d'une valeur d'entreprise nette des intérêts minoritaires de 5,7 milliards d'euros. Le prix de cession des actions s'est établi à 5,1 milliards d'euros, auquel s'ajoutaient 600 millions d'euros de remboursement de comptes courants<sup>4</sup>.

A travers l'Offre, Bolloré souhaite utiliser une partie de la trésorerie disponible suite à cette cession, en faisant bénéficier les actionnaires d'une opportunité de liquidité, avec les niveaux de primes indiqués en Section 3 ci-après.

<sup>2</sup> Sur la base d'un nombre total de 2.951.154.374 actions de la Société (informations au 31 mars 2023 publiées par la Société sur son site Internet conformément à l'article 223-16 du RGAMF).

<sup>3</sup> Sous réserve de la décision des actionnaires à l'occasion de l'assemblée générale mixte de Bolloré convoquée pour le 24 mai 2023.

<sup>4</sup> Cf. le communiqué de presse de Bolloré en date du 21 décembre 2022.

La société Compagnie de l'Odet, société européenne dont le siège social est situé à Odet, 29500 Ergué Gabéric, immatriculée auprès du Registre du commerce et des sociétés de Quimper sous le numéro 056 801 046 (« **Compagnie de l'Odet** »), qui détient 66,81% du capital et 76,73% des droits de vote théoriques de Bolloré, a fait part de son intention de ne pas apporter sa participation dans Bolloré à l'Offre, afin d'en laisser l'entier bénéfice aux autres actionnaires de Bolloré.

Compte tenu de sa participation actuelle, Compagnie de l'Odet demeurera l'actionnaire de contrôle de Bolloré à l'issue de l'Offre.

Le rachat des actions visées par l'Offre, qui s'inscrit dans le cadre de son programme de rachat voté par l'assemblée générale des actionnaires de Bolloré du 25 mai 2022 et dont le descriptif a été publié dans le document d'enregistrement universel 2021 de Bolloré<sup>5</sup>, permettra à la Société de disposer d'actions propres qui pourront être affectées à l'objectif de réduction du capital de la Société par annulation d'actions.

### *1.1.2. Répartition du capital social de la Société*

A la connaissance de la Société, à la date du présent document, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques	Droits de vote exerçables en assemblées	% droits de vote exerçables en assemblées
Compagnie de l'Odet <sup>(1)</sup>	1.971.602.584	66,81	3.840.161.271	76,73	3.840.161.271	77,00
Imperial Méditerranéen <sup>(2)</sup>	13.339.838	0,45	0	0	0	0
Compagnie de l'Etoile des Mers <sup>(1)</sup>	9.887.659	0,34	19.775.318	0,40	19.775.318	0,40
Société Bordelaise Africaine <sup>(2)</sup>	1.782.900	0,06	0	0	0	0
Auto-détention	2.392.924	0,08	0	0	0	0
Nord-Sumatra Investissements <sup>(2)</sup>	200.100	0,01	0	0	0	0
Bolloré Participations <sup>(1)</sup>	153.500	0,01	307.000	0,01	307.000	0,01
Financière V <sup>(1)</sup>	21.400	ns	42.800	ns	42.800	ns
Sofibol <sup>(1)</sup>	21.400	ns	42.800	ns	42.800	ns
Omnium Bolloré <sup>(1)</sup>	2.508	ns	5.016	ns	5.016	ns
Vincent Bolloré <sup>(3)</sup>	5.372.900	0,18	7.747.500	0,15	7.747.500	0,16
Cyrille Bolloré	654.100	0,02	1.032.200	0,02	1.032.200	0,02
<b>Total groupe Bolloré</b>	<b>2.005.431.813</b>	<b>67,95</b>	<b>3.869.113.905</b>	<b>77,31</b>	<b>3.869.113.905</b>	<b>77,58</b>
Yacktman Asset Management LP <sup>(4)</sup>	202.388.243	6,86	202.388.243	4,04	202.388.243	4,06
Orfim	155.169.347	5,26	310.338.694	6,20	310.338.694	6,22

<sup>5</sup> Cf. page 327. Conformément à l'article 241-3 du RGAMF, le descriptif du programme de rachat a fait l'objet d'un communiqué de mise à disposition de Bolloré en date du 27 juin 2022.

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques	Droits de vote exerçables en assemblées	% droits de vote exerçables en assemblées
Public	588.164.971	19,93	605.332.518	12,09	605.332.518	12,14
Écart <sup>(5)</sup>	-	-	17.715.762	0,35	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>2.951.154.374</b>	<b>100,00</b>	<b>5.004.889.122</b>	<b>100,00</b>	<b>4.987.173.360</b>	<b>100,00</b>

(1) Sociétés contrôlées par M. Vincent Bolloré.

(2) Sociétés contrôlées directement ou indirectement par Bolloré, détenant des actions d'auto-contrôle.

(3) Chiffres en assemblées générales ordinaires. En assemblées générales extraordinaires, les 5.372.900 actions détenues par Vincent Bolloré représentent 2.270.916 droits de vote théoriques et exerçables en assemblées générales extraordinaires, soit 0,05% des droits de vote théoriques et des droits de vote exerçables en assemblées générales extraordinaires.

(4) Sur la base du nombre d'actions et droits de vote déclarés dans la publication AMF n°223C0700 du 11 mai 2023.

(5) Correspondant aux actions d'auto-contrôle et aux actions auto-détenues, toutes privées de droits de vote.

### 1.1.3. Déclarations de franchissement de seuils

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, Compagnie de l'Odet a déclaré auprès de l'AMF et de la Société avoir franchi en hausse, le 23 septembre 2022, le seuil des 2/3 du capital du capital de la Société (cf. avis AMF n°222C2267 en date du 29 septembre 2022).

### 1.1.4. Acquisitions d'actions Bolloré

Les sociétés appartenant au groupe Bolloré ont procédé à l'acquisition de 105.436.821 actions Bolloré au cours des douze derniers mois, soit depuis le 19 avril 2022. Ces acquisitions sont détaillées dans le tableau ci-dessous :

Acquéreur	Date de négociation	Actions acquises	Prix moyen (en €)	Prix minimum (en €)	Prix maximum (en €)
Bolloré SE	21/10/2022	293.000	4,5721	4,5300	4,6000
	12/10/2022	419.713	4,5914	4,5500	4,6000
	11/10/2022	219.756	4,5917	4,5800	4,6000
Compagnie de l'Odet	29/09/2022	1.194.200	4,6016	4,5740	4,6020
	28/09/2022	1.180.136	4,6019	4,5840	4,6020
	27/09/2022	1.109.399	4,6179	4,6040	4,6220
	26/09/2022	619.993	4,6000	4,6000	4,6000
	23/09/2022	2.562.539	4,6519	4,6040	4,6580
	22/09/2022	8.555.709	4,7169	4,7000	4,7180
	21/09/2022	524.284	4,7187	4,6740	4,7400
	20/09/2022	1.533.120	4,7298	4,7160	4,7300
	19/09/2022	1.123.679	4,7394	4,7100	4,7520
	16/09/2022	2.214.088	4,7682	4,7080	4,7820
	15/09/2022	455.594	4,7772	4,7520	4,7800
	14/09/2022	794.022	4,7554	4,7220	4,7600
	07/09/2022	5.552.150	4,7627	4,7120	4,7820
	06/09/2022	2.180.598	4,7873	4,7420	4,8020
	05/09/2022	820.773	4,7495	4,7000	4,7500
	02/09/2022	1.203.428	4,7948	4,7560	4,8040
	01/09/2022	1.276.965	4,7613	4,6900	4,7800
	31/08/2022	1.914.275	4,7740	4,7360	4,7760
	30/08/2022	2.096.137	4,7145	4,6760	4,7220
	29/08/2022	711.241	4,7070	4,6000	4,7400
26/08/2022	1.575.991	4,6896	4,6580	4,7040	
25/08/2022	1.938.134	4,6605	4,6360	4,6800	
24/08/2022	341.024	4,6051	4,5720	4,6300	
23/08/2022	1.311.564	4,6220	4,5380	4,6500	

Acquéreur	Date de négociation	Actions acquises	Prix moyen (en €)	Prix minimum (en €)	Prix maximum (en €)
Bolloré SE	06/07/2022	243.179	4,3953	4,3840	4,4000
	05/07/2022	880.715	4,3619	4,3160	4,4000
	01/07/2022	93.764	4,3811	4,3600	4,4000
	30/06/2022	242.797	4,3910	4,3700	4,4000
Compagnie de l'Odet	24/06/2022	79.515	4,7913	4,7820	4,8000
	23/06/2022	2.654.230	4,7901	4,6920	4,8120
	17/06/2022	2.413.256	4,8358	4,7880	4,8500
	16/06/2022	2.870.325	4,7479	4,7040	4,7500
	15/06/2022	400	4,7500	4,7500	4,7500
	14/06/2022	4.393.134	4,7227	4,6780	4,7500
	13/06/2022	5.630.485	4,6977	4,5900	4,7200
	10/06/2022	1.726.308	4,7500	4,7500	4,7500
	09/06/2022	6.498.233	4,7482	4,7000	4,7500
	19/05/2022	1.545.126	4,7500	4,7500	4,7500
	18/05/2022	123.291	4,7500	4,7500	4,7500
	16/05/2022	8.992.686	4,7489	4,7100	4,7500
	13/05/2022	8.282.032	4,7495	4,6900	4,7500
	12/05/2022	1.335.722	4,7073	4,6500	4,7500
	11/05/2022	1.250.717	4,6868	4,6200	4,7000
	10/05/2022	4.148.677	4,5921	4,5500	4,6000
	09/05/2022	4.418.519	4,5111	4,4000	4,5500
06/05/2022	3.892.198	4,4292	4,3240	4,4500	

## 1.2. Intentions de la Société pour les douze mois à venir

### 1.2.1. *Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière*

Bolloré exerce, à côté de son activité historique opérationnelle de fabrication de papiers fins, puis de technologie de films plastiques et de papiers minces, localisée en Bretagne depuis la fondation du groupe en 1822, une activité de holding diversifiée. La Société a en effet constitué un portefeuille de participations financières en rotation permanente au gré des opportunités qui se sont présentées à elle, depuis 1986, comme l'illustrent par exemple les cessions de la participation constituée dans Bouygues en 1998, dans Pathé en 1999, dans Rue Impériale de Lyon en 2001, dans Vallourec entre 2005 et 2011, des activités de transport maritime portées par Delmas-Vieljeux, cédées en 2005 à CMA CGM, ou encore des activités de transport et logistique portées par son ancienne filiale Bolloré Africa Logistics, dont la cession à MSC a été amorcée au dernier trimestre 2021 et réalisée en décembre 2022<sup>6</sup>.

Comme indiqué en Section 1.3 ci-après, Bolloré a reçu une offre spontanée de CMA CGM pour ses activités de commission de transport portées par sa filiale Bolloré Logistics, qui a donné lieu à une Offre Ferme en date du 8 mai 2023, acceptée en tant qu'offre par Bolloré le même jour<sup>7</sup>. Si ce projet de cession va à son terme, il n'en résultera aucune réorientation de l'activité sociale, le groupe Bolloré conservant une activité significative, via notamment ses pôles « Transport et logistique » (Bolloré Energy), « Communication » (Vivendi et UMG) et « Stockage d'électricité et systèmes » (Blue Solutions, IER, Automatic Systems, Polyconseil), et poursuivant sa stratégie d'arbitrage de son portefeuille d'actifs selon les opportunités de marché.

<sup>6</sup> Sur la moyenne des exercices 2021 et 2020 Bolloré Africa Logistics représentait 12% du chiffre d'affaires de Bolloré ; 7% de la valeur comptable des actifs ; 42% du résultat courant avant impôt ; 28% des effectifs salariés ; et son prix de cession 35% de la capitalisation boursière de Bolloré.

<sup>7</sup> Il est précisé que Bolloré Logistics ne remplit aucun des cinq critères de la position-recommandation AMF n°2015-05, et ne constitue donc pas un actif significatif de Bolloré au sens de ce texte, ni *a fortiori* le principal de ses actifs au sens de l'article 236-6 du RGAMF. En effet, les ratios pertinents traduisant la contribution de Bolloré Logistics au périmètre consolidé de Bolloré s'établissent entre 4% et 30% sur la moyenne des exercices 2022 et 2021 : environ 30% pour le critère du chiffre d'affaires (sur la base des chiffres publiés par Bolloré dans ses communiqués d'annonce des résultats annuels 2022 et 2021, hors Bolloré Africa Logistics et Editis pour l'exercice 2022) ; 30% de la capitalisation boursière de Bolloré (sur la base de la valeur d'entreprise *cash free / debt free* de 5 milliards d'euros retenue dans l'Offre Ferme) ; 4,5% pour le critère de la quote-part des actifs (hors Bolloré Africa Logistics pour l'exercice 2022) ; 28% pour le critère du résultat courant avant impôt (hors Bolloré Africa Logistics et Editis pour l'exercice 2022) ; et 22% pour le critère des effectifs salariés (hors Bolloré Africa Logistics pour l'exercice 2022).

L'Offre n'affectera pas la politique industrielle, commerciale et financière de la Société.

#### *1.2.2. Intentions en termes d'emploi*

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de Bolloré et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par Bolloré en matière d'effectif, de politique salariale et de gestion des ressources humaines.

L'Offre ne devrait donc pas avoir d'impact sur l'emploi au sein de Bolloré.

#### *1.2.3. Composition des organes sociaux et de la direction de Bolloré*

A la date du présent document, le conseil d'administration de Bolloré est composé comme suit :

- M. Cyrille Bolloré, Président-Directeur général ;
- M. Yannick Bolloré, administrateur, Vice-Président ;
- M. Cédric de Bailliencourt, administrateur, Vice-Président ;
- M<sup>me</sup> Chantal Bolloré, administratrice ;
- M<sup>me</sup> Marie Bolloré, administratrice ;
- M. Sébastien Bolloré, administrateur ;
- M<sup>me</sup> Virginie Courtin, administratrice\* ;
- M<sup>me</sup> Sophie Johanna Kloosterman\*, administratrice ;
- Bolloré Participations SE (représentée par M<sup>me</sup> Céline Merle-Béral), administrateur ;
- M. Alexandre Picciotto\*, administrateur ;
- M. François Thomazeau\*, administrateur ;
- M. Nicolas Alteirac, administrateur représentant les salariés; et
- M. David Macmillan, administrateur représentant les salariés.

(\*) Administrateurs indépendants

La direction générale de Bolloré est actuellement assurée par Monsieur Cyrille Bolloré.

Bolloré n'envisage pas de changement au sein de son conseil d'administration et de sa direction générale lié à la mise en œuvre de l'Offre.

#### *1.2.4. Intérêts de l'Offre pour la Société et ses actionnaires*

Bolloré offre à ses actionnaires qui apporteraient à l'Offre l'opportunité d'obtenir une liquidité au Prix d'Offre faisant apparaître les niveaux de prime indiqués en Section 3 du présent document. Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre, établis par l'Etablissement Présentateur, sont présentés en Section 3 du présent document.

Un éventuel Complément de Prix de 0,25 euro par action Bolloré pourrait être ajouté au Prix d'Offre en cas de réalisation de la cession de Bolloré Logistics par Bolloré dans les conditions figurant en Section 1.3 du présent document. En telle hypothèse, le prix total de l'Offre serait porté à 6,00 euros par action Bolloré (dividende complémentaire 2022 attaché).

À l'issue de l'Offre, la Société conservera une structure financière solide, lui permettant de financer sa croissance, qu'elle soit organique ou constituée d'acquisitions ciblées, dans la continuité de sa stratégie actuellement mise en œuvre.

#### 1.2.5. Statuts de la Société

Bolloré n'envisage pas d'apporter de modifications à ses statuts à la suite de l'Offre, à l'exception de celles requises afin de refléter l'annulation des actions auto-détenues ou qui auront été acquises dans le cadre de l'Offre.

#### 1.2.6. Intention concernant un retrait obligatoire et la radiation des actions de la Société

S'agissant d'une offre de rachat par Bolloré de ses propres actions, l'Offre n'aura pas pour conséquence la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire ni la radiation des actions Bolloré de la cotation sur Euronext Paris.

Bolloré et son actionnaire majoritaire Compagnie de l'Odet n'ont pas l'intention de demander la radiation des actions d'Euronext Paris ou de procéder à un retrait obligatoire des actions Bolloré à l'issue de l'Offre, étant précisé qu'en toute hypothèse les conditions pour procéder à un tel retrait obligatoire ne seraient pas réunies par Compagnie de l'Odet à l'issue de l'Offre.

#### 1.2.7. Politique de distribution de dividendes

Il est rappelé que les sommes distribuées à titre de dividendes ordinaires par Bolloré ont été les suivantes au cours des trois dernières années :

Exercice	Dividende ordinaire par action (en €)
2019	0,06 <sup>(1)</sup>
2020	0,06 <sup>(2)</sup>
2021	0,06 <sup>(3)</sup>

(1) Composé d'un acompte sur dividende de 0,02 euro dont la distribution a été décidée en conseil d'administration le 30 juillet 2021 et d'un dividende complémentaire de 0,04 euro par action décidé par l'assemblée générale du 25 mai 2022

(2) Composé d'un acompte sur dividende de 0,02 euro dont la distribution a été décidée en conseil d'administration le 31 juillet 2020 et d'un dividende complémentaire de 0,04 euro par action décidé par l'assemblée générale du 26 mai 2021

(3) Composé d'un acompte sur dividende de 0,02 euro dont la distribution a été décidée en conseil d'administration le 12 septembre 2019 et d'un dividende complémentaire de 0,04 euro par action décidé par l'assemblée générale du 27 mai 2020

L'Assemblée générale mixte des actionnaires de Bolloré se verra proposer le 24 mai 2023 la distribution d'un dividende complémentaire 2022 de 0,04 euro par action, dont la date de détachement serait fixée au 4 juillet 2023 pour une mise en paiement le 6 juillet 2023, étant rappelé que 0,02 euro d'acompte sur dividende par action ont déjà été versés en septembre 2022.

Bolloré ne prévoit pas de modifier sa politique de distribution de dividendes du fait de l'Offre. Il est rappelé que toute modification de la politique de distribution de dividendes sera décidée conformément à la loi et aux statuts de la Société, en tenant compte de ses capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société.

#### 1.2.8. Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion

S'agissant d'une offre publique initiée par la Société sur ses propres actions, l'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés. En conséquence, elle n'entraîne la réalisation d'aucune synergie ou gain économique avec une société tierce. En outre, aucune fusion qui serait liée à la mise en œuvre de l'Offre n'est envisagée.

### 1.3. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou de son issue

A l'exception des éléments mentionnés ci-dessous, Bolloré n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

## Éventuel Complément de Prix

Dans un communiqué de presse du 18 avril 2023, le groupe Bolloré a annoncé avoir reçu du groupe CMA CGM une offre d'achat indicative pour ses activités de commission de transport et de logistique regroupées dans Bolloré Logistics, sur la base d'une valeur d'entreprise *cash free / debt free* de 5 milliards d'euros (l'« **Offre Indicative** »).

Après avoir examiné cette Offre Indicative, le Groupe Bolloré et le Groupe CMA CGM sont entrés en période d'exclusivité afin de permettre la réalisation d'une phase d'audit confirmatoire et la tenue de négociations contractuelles pour que CMA CGM puisse remettre, le cas échéant, une promesse d'achat correspondant à cette Offre Indicative autour du 8 mai 2023 (l'« **Offre Ferme** »).

Bolloré a reçu une Offre Ferme de CMA CGM le 8 mai 2023, laquelle a été acceptée en tant qu'offre par Bolloré le même jour et a fait l'objet d'un communiqué de presse de Bolloré en date du 8 mai 2023. Compte tenu d'ajustements décidés entre les parties portant principalement sur la valeur des minoritaires et de la dette IFRS16, le prix de cession s'établirait à 4,650 milliards d'euros avant calcul de la dette et de la trésorerie à la date de réalisation.

En conséquence, un Complément de Prix de 0,25 euro par action Bolloré cédée dans le cadre de l'Offre sera ajouté en sus du Prix d'Offre de 5,75 euros par action Bolloré (dividende complémentaire 2022 attaché) dans les conditions ci-après. Le Prix d'Offre augmenté du Complément de Prix serait alors de 6,00 euros par action Bolloré (dividende complémentaire 2022 attaché).

Le versement du Complément de Prix reste subordonné à la décision de Bolloré de conclure les accords relatifs au projet de cession de Bolloré Logistics à l'issue des procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel compétentes et à ce que la réalisation effective de la cession de Bolloré Logistics intervienne au plus tard le 31 décembre 2024.

Le montant du Complément de Prix sera placé sous séquestre sur le compte d'Uptevia (12, place des États-Unis – CS 40083 – 92549 Montrouge Cedex ; RCS Nanterre n°439 430 976) agissant en qualité d'agent centralisateur pour les besoins du Complément de Prix (l'« **Agent Centralisateur** »), entre la date de réception des fonds de la cession de Bolloré Logistics et le transfert aux bénéficiaires du Complément de Prix.

Sous réserve de la réalisation de la cession de Bolloré Logistics par Bolloré, le paiement du Complément de Prix interviendra, pour les actionnaires de Bolloré ayant cédé des actions dans le cadre de l'Offre, à la suite de la réception des fonds résultant de cette cession. Seuls les actionnaires qui auront cédé des actions dans le cadre de l'Offre auront droit à l'éventuel Complément de Prix (le « **Droit à Complément de Prix** »). Chaque Droit à Complément de Prix permettra d'obtenir le paiement du Complément de Prix. Le Droit à Complément de Prix, qui ne sera pas cessible et non admis aux négociations, sera matérialisé par un titre financier (le « **Titre Financier** ») qui sera admis aux opérations d'Euroclear France sous le code ISIN FR001400HVT0.

Au vu du résultat définitif de l'Offre, après application du mécanisme de réduction des ordres, l'Agent Centralisateur créera autant de Titres Financiers que d'actions Bolloré acquises dans l'Offre, les fera admettre aux opérations d'Euroclear France et les livrera aux intermédiaires financiers ayant apporté pour le compte de leurs clients des actions Bolloré acquises dans l'Offre. Les intermédiaires financiers inscriront ensuite les Titres Financiers aux compte-titres de leurs clients.

Dans les 30 jours ouvrés à compter de la date de réception des fonds résultant de la cession de Bolloré Logistics, Bolloré en informera par voie d'avis financier les bénéficiaires de Titres Financiers, le cas échéant.

L'Agent Centralisateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, versera, à la date de paiement mentionnée dans l'avis financier, le montant du Complément de Prix aux intermédiaires teneurs de compte des bénéficiaires de Titres Financiers, conformément aux modalités décrites dans une note circulaire adressée par l'Agent Centralisateur aux intermédiaires financiers via Euroclear France.

L'Agent Centralisateur conservera les fonds non affectés et les tiendra à la disposition des bénéficiaires de Titres Financiers et à celle de leurs ayants droit pendant une période de dix ans suivant la date de paiement mentionnée dans l'avis financier, puis les versera à la Caisse des Dépôts et Consignations qui les conservera pendant un délai de vingt ans. Ces fonds ne porteront pas intérêt.

En cas de non-réalisation de la cession de Bolloré Logistics par Bolloré au 31 décembre 2024, les Droits à Complément de Prix seront caducs.

### Intentions d'apport à l'Offre

Compagnie de l'Odet a indiqué son intention de ne pas apporter à l'Offre les 1.971.602.584 actions qu'elle détient dans le capital de Bolloré, représentant 66,81% du capital et 3.840.161.271 droits de vote théoriques, soit 76,73% des droits de vote théoriques de la Société. Pour cette raison, la Société a désigné le cabinet A2EF, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, en qualité d'expert indépendant, en application de l'article 261-1, I., 3° du RGAMF.

Il est en outre précisé que :

- les sociétés contrôlées par Bolloré détenant des actions d'auto-contrôle, à savoir Imperial Mediterranean, Société Bordelaise Africaine et Nord-Sumatra Investissements, n'apporteront pas leurs actions Bolloré à l'Offre ;
- la société Compagnie de l'Etoile des Mers, contrôlée par M. Vincent Bolloré, a indiqué son intention d'apporter les 9.887.659 actions Bolloré qu'elle détient à l'Offre, représentant 0,34% du capital de Bolloré et 0,40% de ses droits de vote théoriques ;
- M. Vincent Bolloré n'a pas l'intention d'apporter ses actions Bolloré à l'Offre ;
- les intentions d'apport à l'Offre des membres du conseil d'administration de Bolloré figurent en Section 6 ci-après.

## **2. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE**

### 2.1. Conditions de l'Offre

#### *2.1.1. Autorisation du programme de rachat d'actions*

L'Offre s'inscrit dans la mise en œuvre du programme de rachat d'actions qui a été autorisé par l'Assemblée générale mixte des actionnaires de la Société du 25 mai 2022, conformément aux dispositions de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce, dans sa 16<sup>ème</sup> résolution à caractère ordinaire, rédigée dans les termes suivants :

#### **« SEIZIÈME RÉOLUTION - Autorisation donnée au Conseil d'administration pour acquérir les actions de la société**

*L'Assemblée générale, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées générales ordinaires, connaissance prise du rapport du Conseil d'administration, autorise le Conseil d'administration, avec faculté de subdélégation dans les conditions prévues par la loi, à acquérir des actions de la Société conformément aux dispositions des articles L.22-10-62 et suivants du Code de commerce en vue de :*

- *réduire le capital de la société par annulation d'actions ;*
- *honorer les obligations liées à des programmes d'options sur actions ou autres allocations d'actions aux salariés ou aux mandataires sociaux de la société ou d'une entreprise associée ;*

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

- leur remise en paiement ou en échange dans le cadre d'opérations de croissance externe, dans la limite de 5 % du capital ;
- assurer la liquidité ou l'animation du marché du titre de la société par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement au moyen de la conclusion d'un contrat de liquidité conforme à une charte de déontologie reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers ;
- la remise d'actions lors de l'exercice de droits attachés à des titres ou valeurs mobilières donnant accès au capital ; et vi) mettre en œuvre toute pratique de marché qui viendrait à être reconnue par la loi ou l'Autorité des Marchés Financiers.

*Le prix maximum d'achat est fixé à 6 euros par action (hors frais d'acquisition).*

*En cas d'augmentation de capital par incorporation de primes, de réserves ou de bénéfices, donnant lieu soit à une élévation de la valeur nominale soit à la création ou à l'attribution d'actions gratuites, ainsi qu'en cas de division ou de regroupement d'actions ou de toute autre opération portant sur le capital social, le Conseil d'administration pourra ajuster le prix d'achat afin de tenir compte de l'incidence de ces opérations sur la valeur de l'action.*

*Le Conseil d'administration pourra acquérir 291 millions d'actions en vertu de la présente autorisation soit 9,87 % des actions composant le capital social de la société.*

*L'Assemblée générale donne tout pouvoir au Conseil d'administration, avec faculté de subdélégation dans les conditions légales, pour mettre en œuvre la présente autorisation, et notamment pour passer tout ordre en bourse ou hors marché, affecter ou réaffecter les actions acquises aux différents objectifs poursuivis, établir tous documents, effectuer toutes déclarations et d'une manière générale faire tout ce qui est nécessaire.*

*Cette autorisation est valable pour une durée de dix-huit mois à compter de la présente Assemblée et met fin au précédent programme de rachat d'actions autorisé par l'Assemblée générale du 26 mai 2021 aux termes de sa 7<sup>ème</sup> résolution. »*

Cette résolution est valable jusqu'au 25 novembre 2023.

Conformément à l'article 241-2 du RGAMF, le descriptif du programme de rachat d'actions a été publié dans le document d'enregistrement universel 2021 de Bolloré<sup>8</sup>, disponible sur le site Internet de la Société à l'adresse suivante : [www.bolloré.com](http://www.bolloré.com).

Les actions qui seront acquises dans le cadre de l'Offre seront affectées à l'objectif d'annulation.

#### *2.1.2. Décisions de mise en œuvre du projet d'Offre*

Lors de sa séance du 18 avril 2023, les membres du conseil d'administration de Bolloré ont décidé de procéder au dépôt de l'Offre, au vu notamment du rapport établi par le cabinet A2EF, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard. L'expert a été désigné le 14 mars 2023 par le conseil d'administration de Bolloré sur recommandation d'un comité *ad hoc* composé de membres indépendants : M<sup>me</sup> Sophie Johanna Kloosterman, M. Alexandre Picciotto et M. François Thomazeau.

Lors de sa séance du 18 avril 2023, le conseil d'administration a approuvé les termes de l'Offre et émis l'avis motivé visé en Section 5 ci-après.

#### *2.1.3. Opérations réalisées dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société*

Les opérations réalisées par la Société dans le cadre du programme du rachat d'actions sont détaillées en Section 1.1.4 ci-avant.

---

<sup>8</sup> Cf. page 327. Conformément à l'article 241-3 du RGAMF, le descriptif du programme de rachat a fait l'objet d'un communiqué de mise à disposition de Bolloré en date du 27 juin 2022.

## 2.2. Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, Natixis, agissant pour le compte de Bolloré, a déposé l'Offre le 19 avril 2023 auprès de l'AMF. Natixis garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société relatifs à l'Offre. Il est précisé que cette garantie s'appliquera au Complément de Prix éventuel décrit en Section 1.3 ci-après.

Dans le cadre de cette Offre, qui sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du RGAMF, la Société s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Bolloré, dans le cadre de son programme de rachat d'actions autorisé par son assemblée générale mixte du 25 mai 2022, un nombre maximum de 288.607.076 actions au prix de 5,75 euros par action (dividende complémentaire 2022 attaché<sup>9</sup>), pendant une période d'au moins 10 jours de négociation.

Dans l'hypothèse où le dividende complémentaire 2022, dont le montant proposé est de 0,04 euro par action<sup>10</sup>, serait versé préalablement au règlement-livraison de l'Offre, le Prix d'Offre serait ajusté à due concurrence pour être ramené à 5,71 euros par action. Il est toutefois précisé que les dates de détachement et de mise en paiement de ce dividende complémentaire 2022 devraient intervenir après le règlement-livraison de l'Offre dans le calendrier actuellement envisagé.

Un éventuel Complément de Prix de 0,25 euro par action Bolloré pourrait être ajouté au Prix d'Offre en cas de réalisation de la cession de Bolloré Logistics par Bolloré dans les conditions figurant en Section 1.3 du présent document. En telle hypothèse, le prix total de l'Offre serait porté à 6,00 euros par action Bolloré (dividende complémentaire 2022 attaché).

## 2.3. Nombre de titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur un nombre maximum de 288.607.076 actions, représentant 9,78% du capital social de la Société à la date du présent document.

### 2.3.1. *Auto-détention*

A la date du présent document, la Société détient 2.392.924 de ses propres actions en auto-détention, représentant 0,08% de son capital social, lesquelles sont toutes affectées à un objectif d'annulation.

Ces actions peuvent être annulées par le conseil d'administration, dans les conditions prévues par la 21<sup>ème</sup> résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société du 25 mai 2022, autorisant le conseil d'administration à réduire son capital social par annulation d'actions précédemment rachetées dans le cadre d'un programme de rachat d'actions. Cette résolution est valable jusqu'au 25 novembre 2023. Son renouvellement au-delà de cette date sera proposé aux actionnaires lors de l'assemblée générale mixte des actionnaires de Bolloré du 24 mai 2023. Ces actions seront annulées dans les délais prévus par la réglementation.

### 2.3.2. *Situation des bénéficiaires d'actions gratuites*

#### Actions gratuites qui seront encore en cours de période d'acquisition à la clôture de l'Offre

Le conseil d'administration de Bolloré a décidé :

- dans sa décision en séance du 4 mars 2021, prise en application de l'autorisation de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Bolloré en date du 29 mai 2019, d'attribuer gratuitement

<sup>9</sup> L'assemblée générale mixte des actionnaires de Bolloré se verra proposer le 24 mai 2023 la distribution d'un dividende complémentaire 2022 de 0,04 euro par action, dont la date de détachement serait fixée au 4 juillet 2023 pour une mise en paiement le 6 juillet 2023.

<sup>10</sup> Sous réserve de la décision des actionnaires à l'occasion de l'assemblée générale mixte de Bolloré convoquée pour le 24 mai 2023.

- 2.563.500 actions, dont 138.000 actions de performance. Aux termes du plan d'attribution, la période d'acquisition de ces actions arrivera à échéance le 4 mars 2024<sup>11</sup>, étant précisé que ces actions ne seront ensuite soumises à aucune période de conservation ;
- dans sa décision en séance du 10 mars 2022, prise en application de l'autorisation de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Bolloré en date du 29 mai 2019, d'attribuer gratuitement 606.000 actions, dont 138.000 actions de performance. Aux termes du plan d'attribution, la période d'acquisition de ces actions arrivera à échéance le 10 mars 2025, étant précisé que ces actions ne seront ensuite soumises à aucune période de conservation ;
  - dans sa décision en séance du 25 mai 2022, prise en application de l'autorisation de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Bolloré en date du même jour, d'attribuer gratuitement 3.652.500 actions, dont 1.500.000 actions de performance. Aux termes du plan d'attribution, la période d'acquisition de ces actions arrivera à échéance le 25 mai 2025, étant précisé que ces actions ne seront ensuite soumises à aucune période de conservation ;
  - dans sa décision en séance du 14 mars 2023, prise en application de l'autorisation de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Bolloré en date du 25 mai 2022, d'attribuer gratuitement 631.000 actions, dont 138.000 actions de performance. Aux termes du plan d'attribution, la période d'acquisition de ces actions arrivera à échéance le 14 mars 2026, étant précisé que ces actions ne seront ensuite soumises à aucune période de conservation.

Dans la mesure où l'ensemble de ces actions seront encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre, elles ne sont par conséquent pas incluses dans le chiffre des 288.607.076 actions visées par l'Offre, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire).

L'ensemble des autres actions gratuites et de performance attribuées par Bolloré ne sont plus soumises à aucune période d'acquisition ou de conservation et pourront par conséquent être apportées à l'Offre, sous réserve, pour les mandataires sociaux de Bolloré qui détiennent de telles actions, des restrictions légales et du règlement intérieur du conseil d'administration de Bolloré.

En dehors des actions gratuites et de performance, il n'existe pas de titres de capital ou d'instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de Bolloré.

#### 2.4. Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, le projet de note d'information a été déposé auprès de l'AMF le 19 avril 2023. Il est disponible sur le site de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de Bolloré ([www.bolloré.com](http://www.bolloré.com)). Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet le 19 avril 2023.

L'AMF a publié sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la Note d'Information.

La Note d'Information ainsi visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Bolloré seront tenues gratuitement à la disposition du public au siège social de Bolloré et de l'Etablissement Présentateur, au plus tard à la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur le site Internet

---

<sup>11</sup> Avec un report technique possible de cette date d'acquisition définitive pour le cas des bénéficiaires qui seraient également mandataires sociaux de la Société. Dans l'hypothèse où la date d'expiration de la période d'acquisition interviendrait au cours d'une période de fenêtre négative, au sens de l'article 19, §11 du Règlement européen n°596/2014 relatif aux abus de marché, ou de toute autre réglementation alors applicable, le plan d'attribution prévoit que l'acquisition définitive sera automatiquement reportée au premier jour de négociation suivant la date de fin de la fenêtre négative en question. Ce report technique potentiel s'applique également aux plans d'actions gratuites décidés par les Conseils d'administration du 10 mars 2022, du 25 mai 2022 et du 14 mars 2023.

de l'AMF et de Bolloré. Un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

L'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

#### 2.5. Procédure de présentation des actions à l'Offre

Chaque actionnaire peut apporter au maximum le nombre d'actions de la Société qu'il détient au jour de son ordre d'apport à l'Offre.

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

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, *etc.*) que ce soit au porteur ou sous la forme « nominatif administré », et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre irrévocable d'apporter à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

Les actionnaires dont les actions sont inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » dans les registres de la Société (tenus par son mandataire Uptevia, 12, place des États-Unis – CS 40083 – 92549 Montrouge Cedex, « **Uptevia** »), et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à Uptevia, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre irrévocable d'apporter à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par Uptevia.

Aucune commission ne sera versée par la Société aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires apporteront leurs actions à l'Offre.

Les actionnaires titulaires (i) d'actions auxquelles sont attachés des droits de vote double et (ii) d'actions à droit de vote simple, qui ne souhaiteraient apporter qu'une partie de leurs titres à l'Offre et en priorité leurs actions à droit de vote simple, sont invités à en faire spécifiquement la demande auprès de Uptevia s'ils détiennent leurs titres sous la forme « nominatif pur », soit via leur intermédiaire financier, s'ils détiennent leurs titres sous la forme « nominatif administré ».

Les actions auxquelles sont attachées des droits de vote double qui seraient apportées à l'Offre, ou les actions détenues sous la forme « nominatif pur » ou « nominatif administré » et bénéficiant à ce titre d'une antériorité en vue de l'acquisition future de droits de vote double, qui seraient apportées à l'Offre (au moyen d'un ordre remis à Uptevia pour les actions détenues en « nominatif pur » ou auprès de l'intermédiaire auprès duquel elles sont détenues sous la forme « nominatif administré ») et qui seront restituées à leur titulaire à l'issue de la mise en œuvre du mécanisme de réduction visé ci-après, conserveront le bénéfice des droits de vote double ou de l'antériorité acquise.

#### 2.6. Centralisation des ordres

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des actions de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les actions de la Société pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-avant, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

## 2.7. Mécanisme de réduction dans le cadre de l'Offre

Si le nombre d'actions présentées en réponse à l'Offre est supérieur au nombre maximum de 288.607.076 actions que la Société s'engage à acquérir de manière irrévocable, les règles de réduction propres à l'offre publique d'achat simplifiée prévues à l'article 233-5 du RGAMF seront applicables et il sera procédé, pour chaque actionnaire répondant à l'Offre, à une réduction de sa demande proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'Offre. Les résultats ainsi obtenus seront, pour chaque actionnaire participant à l'Offre, arrondis au nombre entier immédiatement inférieur, étant précisé qu'aucun paiement ne sera dû au titre des fractions ainsi arrondies.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction proportionnelle seront restituées à leurs détenteurs.

## 2.8. Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre après la clôture de l'Offre et Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités des opérations de règlement-livraison.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de l'apport des actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

A la date de règlement-livraison, l'Etablissement Présentateur, conformément aux instructions de la Société, créditera Euronext Paris des fonds correspondant au règlement de l'Offre. A cette date, les actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à la Société et, le cas échéant, les actions qui n'auraient pas été acceptées dans le cadre de l'Offre en raison du mécanisme de réduction proportionnelle visé en Section 2.7 ci-avant seront restituées aux intermédiaires financiers. Euronext Paris effectuera le règlement espèces aux intermédiaires par l'intermédiaire desquels les actions ont été apportées à l'Offre à compter de la date de règlement-livraison.

## 2.9. Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier est proposé ci-dessous à titre indicatif :

Dates	Principales étapes de l'Offre
19 avril 2023	<ul style="list-style-type: none"><li>• Dépôt de l'Offre et du projet de note d'information auprès de l'AMF</li><li>• Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note d'information sur le site Internet de l'AMF et sur le site Internet de Bolloré</li><li>• Publication par Bolloré d'un communiqué relatif au dépôt du projet de note d'information</li></ul>
8 mai 2023	<ul style="list-style-type: none"><li>• Réception par Bolloré d'une Offre Ferme et acceptation de l'Offre Ferme par Bolloré en tant qu'offre</li><li>•</li></ul>
<i>A compter du 9 mai 2023</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Début de la période d'information et de consultation des instances représentatives du personnel compétentes</li></ul>
15 mai 2023	<ul style="list-style-type: none"><li>• Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la Note d'Information</li><li>• Mise à disposition du public et mise en ligne de la Note d'Information de Bolloré visée par l'AMF sur le site Internet de l'AMF et sur le site Internet de Bolloré</li></ul>

Dates	Principales étapes de l'Offre
16 mai 2023	<ul style="list-style-type: none"><li>Mise à disposition du public et mise en ligne du document intitulé « Autres Informations » relatif aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société sur le site Internet de l'AMF et sur le site Internet de Bolloré</li><li>Publication par Bolloré d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information visée et du document « Autres informations »</li></ul>
17 mai 2023	<ul style="list-style-type: none"><li>Ouverture de l'Offre pour une durée de 10 jours de négociation</li></ul>
24 mai 2023	<ul style="list-style-type: none"><li>Assemblée générale mixte des actionnaires de Bolloré, à laquelle il sera notamment proposé de distribuer un dividende complémentaire 2022 de 0,04 euro par action Bolloré</li></ul>
30 mai 2023	<ul style="list-style-type: none"><li>Clôture de l'Offre</li></ul>
2 juin 2023	<ul style="list-style-type: none"><li>Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre</li></ul>
A compter du 7 juin 2023	<ul style="list-style-type: none"><li>Règlement-livraison de l'Offre</li><li>Inscription en compte des Droits à Complément de Prix relatifs aux actions cédées dans le cadre de l'Offre</li></ul>
4 juillet 2023	<ul style="list-style-type: none"><li>Date de détachement envisagée du dividende complémentaire 2022 de 0,04 euro par action Bolloré</li></ul>
6 juillet 2023	<ul style="list-style-type: none"><li>Date de mise en paiement envisagée du dividende complémentaire 2022 de 0,04 euro par action Bolloré</li></ul>
31 décembre 2024	<ul style="list-style-type: none"><li>Caducité des Droits à Complément de Prix dans le cas où la vente de Bolloré Logistics ne serait pas intervenue à cette date</li></ul>

## 2.10. Frais et financement de l'Offre

### 2.10.1. *Frais liés à l'Offre*

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés et supportés par Bolloré dans le cadre de l'Offre, en ce compris notamment les honoraires et autres frais de conseils externes, financiers, juridiques, comptables ainsi que des experts et autres consultants, les frais de publicité et de communication, est estimé à environ 2,75 millions d'euros (hors taxes).

### 2.10.2. *Modalités de financement de l'Offre*

L'acquisition par Bolloré de l'intégralité des actions de la Société visées par l'Offre, soit au maximum 288.607.076 actions, représenterait, sur la base du Prix d'Offre, un montant maximal de 1.659.490.687 euros (hors frais divers et commissions), lequel serait porté à 1.731.642.456 euros dans l'hypothèse où le Complément de Prix serait intégralement versé par Bolloré dans les conditions décrites en Section 1.3 ci-avant.

L'Offre sera financée sur la trésorerie disponible de Bolloré.

## 2.11. Frais de courtage et rémunération des intermédiaires

Aucun frais ne sera remboursé ni aucune commission ne sera versée par Bolloré à un porteur qui apporterait ses actions à l'Offre, ou à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport d'actions à l'Offre.

## 2.12. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de Bolloré

### 2.12.1. *Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de la Société*

A la date du présent document, le capital de la Société est divisé en 2.951.154.374 actions représentant 5.004.889.122 droits de vote théoriques. La répartition du capital et des droits de vote de Bolloré est présentée en Section 1.1.2 ci-avant.

### **Hypothèse 1 dans laquelle le total des 288.607.076 actions visées par l'Offre seraient acquises dans le cadre de l'Offre**

A titre indicatif, la répartition du capital et des droits de vote de Bolloré serait la suivante (i) en cas de rachat effectif, après réduction proportionnelle des ordres, de l'intégralité des 288.607.076 actions visées par l'Offre puis d'annulation desdites actions ainsi que des actions auto-détenues, et (ii) si tous les actionnaires autres que Compagnie de l'Odet, les sociétés détenant des actions d'auto-contrôle<sup>12</sup> et M. Vincent Bolloré présentaient la totalité de leurs actions Bolloré à l'Offre (sous réserve du mécanisme de réduction proportionnelle) :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques*		Droits de vote exerçables en assemblées*	
			Nombre	%	Nombre	%
Compagnie de l'Odet <sup>(1)</sup>	1.971.602.584	74,12	3.840.161.271	82,29	3.840.161.271	82,61
Imperial Mediterranean <sup>(2)</sup>	13.339.838	0,50	0	0	0	0
Compagnie de l'Etoile des Mers <sup>(1)</sup>	6.904.117	0,26	13.808.234	0,30	13.808.234	0,30
Société Bordelaise Africaine <sup>(2)</sup>	1.782.900	0,07	0	0	0	0
Auto-détention	0	0	0	0	0	0
Nord-Sumatra Investissements <sup>(2)</sup>	200.100	0,01	0	0	0	0
Bolloré Participations <sup>(1)</sup>	107.183	ns	214.366	ns	214.366	ns
Financière V <sup>(1)</sup>	14.943	ns	29.886	ns	29.886	ns
Sofibol <sup>(1)</sup>	14.943	ns	29.886	ns	29.886	ns
Omnium Bolloré <sup>(1)</sup>	1.752	ns	3.504	ns	3.504	ns
Vincent Bolloré <sup>(3)</sup>	5.372.900	0,20	7.747.500	0,17	7.747.500	0,17
Cyrille Bolloré	456.730	0,02	834.830	0,02	834.830	0,02
<b>Total groupe Bolloré</b>	<b>1.999.797.990</b>	<b>75,18</b>	<b>3.862.829.477</b>	<b>82,78</b>	<b>3.862.829.477</b>	<b>83,09</b>
Yacktman Asset Management LP <sup>(4)</sup>	141.318.792	5,31	141.318.792	3,03	141.318.792	3,04
Orfim	108.347.917	4,07	216.695.834	4,64	216.695.834	4,66
Public	410.689.680	15,44	427.857.227	9,17	427.857.227	9,20
Écart <sup>(5)</sup>	-	-	17.715.762	0,38	-	-
Rompus	-5	-	-	-	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>2.660.154.374</b>	<b>100,00</b>	<b>4.666.417.092</b>	<b>100,00</b>	<b>4.648.701.330</b>	<b>100,00</b>

\*En prenant pour hypothèse que les actions rachetées auprès du flottant ne comportent pas de droits de vote double.

(1) Société contrôlée par M. Vincent Bolloré.

(2) Sociétés contrôlées directement ou indirectement par Bolloré, détenant des actions d'auto-contrôle.

<sup>12</sup> A savoir Imperial Mediterranean, Société Bordelaise Africaine et Nord-Sumatra Investissements.

- (3) Chiffres en assemblées générales ordinaires. En assemblées générales extraordinaires, les 5.372.900 actions détenues par Vincent Bolloré représentent 2.270.916 droits de votes théoriques et exerçables en assemblées générales extraordinaires, soit 0,05% des droits de votes théoriques et des droits de vote exerçables en assemblées générales extraordinaires.
- (4) Sur la base du nombre d'actions et droits de vote déclarés dans la publication AMF n°223C0700 du 11 mai 2023.
- (5) Correspondant aux actions d'auto-contrôle et aux actions auto-détenues, toutes privées de droits de vote.

Cette hypothèse correspond à la relation maximale de l'actionnaire majoritaire au capital de la Société du fait de l'Offre et de l'annulation des actions auto-détenues affectées à un objectif d'annulation.

**Hypothèse 2 dans laquelle la moitié des actions visées par l'Offre, soit 144.303.538 actions, seraient acquises dans le cadre de l'Offre**

A titre indicatif, la répartition du capital et des droits de vote de Bolloré serait la suivante (i) en cas de rachat effectif de 144.303.538 actions (soit la moitié des actions visées par l'Offre) puis d'annulation desdites actions ainsi que des actions auto-détenues, et (ii) si tous les actionnaires autres que Compagnie de l'Odet, les sociétés détenant des actions d'auto-contrôle<sup>13</sup> et M. Vincent Bolloré apportaient à l'Offre une quote-part identique d'actions Bolloré qu'ils détiennent (correspondant à environ 15% de leur participation) permettant d'atteindre le chiffre des 144.303.538 actions effectivement rachetées :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques*		Droits de vote exerçables en assemblées*	
			Nombre	%	Nombre	%
Compagnie de l'Odet <sup>(1)</sup>	1.971.602.584	70,30	3.840.161.271	79,41	3.840.161.271	79,71
Imperial Mediterranean <sup>(2)</sup>	13.339.838	0,48	0	0	0	0
Compagnie de l'Etoile des Mers <sup>(1)</sup>	8.395.888	0,30	16.791.776	0,35	16.791.776	0,35
Société Bordelaise Africaine <sup>(2)</sup>	1.782.900	0,06	0	0	0	0
Auto-détention	0	0	0	0	0	0
Nord-Sumatra Investissements <sup>(2)</sup>	200.100	0,01	0	0	0	0
Bolloré Participations <sup>(1)</sup>	130.342	ns	260.684	0,01	260.684	0,01
Financière V <sup>(1)</sup>	18.172	ns	36.344	ns	36.344	ns
Sofibol <sup>(1)</sup>	18.172	ns	36.344	ns	36.344	ns
Omnium Bolloré <sup>(1)</sup>	2.130	ns	4.260	ns	4.260	ns
Vincent Bolloré <sup>(3)</sup>	5.372.900	0,19	7.747.500	0,16	7.747.500	0,16
Cyrille Bolloré	555.415	0,02	933.515	0,02	933.515	0,02
<b>Total groupe Bolloré</b>	<b>2.001.418.441</b>	<b>71,37</b>	<b>3.865.971.694</b>	<b>79,95</b>	<b>3.865.971.694</b>	<b>80,24</b>
Yacktman Asset Management LP <sup>(4)</sup>	171.853.518	6,13	171.853.518	3,55	171.853.518	3,57
Orfim	131.758.632	4,70	263.517.264	5,45	263.517.264	5,47
Public	499.427.326	17,81	516.594.873	10,68	516.594.873	10,72
Écart <sup>(5)</sup>	-	-	17.715.762	0,37	-	-
Rompus	-5	-	-	-	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>2.804.457.912</b>	<b>100,00</b>	<b>4.835.653.111</b>	<b>100,00</b>	<b>4.817.937.349</b>	<b>100,00</b>

\*En prenant pour hypothèse que les actions rachetées auprès du flottant ne comportent pas de droits de vote double.

(1) Société contrôlée par M. Vincent Bolloré.

(2) Sociétés contrôlées directement ou indirectement par Bolloré, détenant des actions d'auto-contrôle.

<sup>13</sup> A savoir Imperial Mediterranean, Société Bordelaise Africaine et Nord-Sumatra Investissements.

- (3) *Chiffres en assemblées générales ordinaires. En assemblées générales extraordinaires, les 5.372.900 actions détenues par Vincent Bolloré représentent 2.270.916 droits de votes théoriques et exerçables en assemblées générales extraordinaires, soit 0,05% des droits de votes théoriques et des droits de vote exerçables en assemblées générales extraordinaires.*
- (4) *Sur la base du nombre d'actions et droits de vote déclarés dans la publication AMF n°223C0700 du 11 mai 2023.*
- (5) *Correspondant aux actions d'auto-contrôle et aux actions auto-détenues, toutes privées de droits de vote.*

### *2.12.2. Incidence sur les comptes de la Société*

Dans l'hypothèse d'un apport de 100% à l'Offre, celle-ci aura pour incidence une diminution de la trésorerie nette d'un montant maximal de 1.659.490.687 euros, laquelle serait portée à 1.731.642.456 euros dans le cas où le Complément de Prix serait intégralement versé par Bolloré dans les conditions décrites en section 1.3 ci-avant, avant prise en compte des frais de l'opération, en contrepartie d'une diminution des capitaux propres consolidés, conformément à la comptabilisation des actions auto-détenues en normes IFRS.

### *2.12.3. Incidence sur la capitalisation boursière de la Société*

Sur la base du cours de clôture de l'action Bolloré au 17 avril 2023<sup>14</sup> de 5,78 euros, la capitalisation boursière s'élevait à environ 17 058 millions d'euros, le capital de Bolloré ayant un capital composé de 2.951.154.374 actions en circulation.

A l'issue de l'Offre, le capital restera inchangé, dans la mesure où les actions acquises dans le cadre de l'Offre ne seront pas annulées immédiatement après la clôture de l'Offre, et la Société détiendra jusqu'à 290.999.370 actions représentant 9,86% de son capital. En neutralisant ces actions acquises dans le cadre de l'Offre, ainsi que les 2.392.924 actions auto-détenues à ce jour, le nombre d'actions en circulation serait de 2.660.154.374. La capitalisation boursière de la Société s'élèverait, sur la base du cours de clôture de l'action Bolloré au 17 avril 2023 de 5,78 euros, à environ 15 376 millions d'euros, en supposant que le cours de bourse de Bolloré ne soit pas impacté par l'Offre à l'issue de sa clôture.

## 2.13. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans les pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

Les actionnaires de Bolloré en dehors de France ne peuvent participer à l'Offre, à moins que la réglementation qui leur est applicable ne le leur permette sans qu'aucune autre formalité ou publicité ne soit requise de la part de la Société. En effet, la participation à l'Offre et la distribution du présent document peuvent faire l'objet de restrictions en dehors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes faisant l'objet de telles restrictions, directement ou indirectement, et n'est pas susceptible d'acceptation s'agissant d'ordres émanant de pays au sein desquels l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes en possession du présent document doivent se conformer aux restrictions en vigueur au sein de leur pays. Le non-respect de ces restrictions peut constituer une violation des lois et règlements applicables aux places de marché des pays en question.

Bolloré rejette toute responsabilité en cas de violation par toute personne de restrictions qui lui sont applicables.

Le présent document ainsi que tous les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent ni une offre de vente, ni une sollicitation, ni une offre d'achat de titres dans un pays au sein duquel l'Offre serait illégale.

En particulier, l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes se trouvant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communications (y

---

<sup>14</sup> Dernier cours de bourse non affecté par l'annonce de la perspective du Complément de Prix (cf. communiqué de presse de Bolloré du 18 avril 2023).

compris, sans limitation, les transmissions par télécopie, télex, téléphone et courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif à celui-ci ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit.

Aucun actionnaire de Bolloré ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du présent document ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport de titres, et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter des ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus.

En ce qui concerne l'interprétation du paragraphe ci-dessus, les États-Unis correspondent aux États-Unis d'Amérique, ses territoires et possessions, tous ses États, ainsi que le district de Columbia.

#### 2.14. Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française et de la réglementation en vigueur, lesquelles sont susceptibles de varier, notamment du fait de la modification de la loi fiscale les développements suivants résumant certaines conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre.

L'attention de ces derniers est néanmoins attirée sur le fait que les informations contenues ci-après ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, du régime fiscal français applicable en vertu de l'état actuel de la législation fiscale française en vigueur.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont en effet susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires qui pourraient être assorties d'un effet rétroactif ou s'appliquer à l'année, ainsi que par d'éventuelles modifications de leur interprétation par les juridictions et/ou l'administration fiscale française.

En tout état de cause, les informations fiscales ci-dessous n'ont pas vocation à constituer une analyse exhaustive de l'ensemble des effets ou dispositifs fiscaux susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre. Ceux-ci sont invités, compte tenu des particularités éventuellement liées à leur statut fiscal, à consulter leur conseiller fiscal habituel afin d'étudier leur situation particulière et vérifier si les dispositions résumées ci-après leurs sont effectivement applicables.

En particulier, l'attention des porteurs d'actions gratuites de la Société est attirée sur le fait que le régime fiscal qui leur est applicable dans le cadre de l'Offre est spécifique et sont par conséquent invités à vérifier leur situation avec leur conseiller fiscal habituel.

Les actionnaires de la Société n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application de la convention fiscale internationale conclue entre la France et leur État de résidence.

De façon générale, en application de l'article 112-6° du Code général des impôts (le « CGI ») le régime fiscal des plus-values de cession de valeurs mobilières est applicable aux actionnaires personnes physiques et personnes morales de la Société qui participent à l'Offre, qu'ils soient domiciliés en France ou hors de France.

*2.14.1. Actionnaires personnes physiques résidentes fiscales de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel*

Les développements qui suivent ne s'appliquent pas aux personnes physiques, résidentes fiscales françaises, qui se livrent à des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée à titre professionnel, ni à celles détenant des actions acquises dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise ou de groupe ou au titre d'un dispositif d'actionnariat salarié (par exemple, actions gratuites, options de souscription ou d'achat d'actions). Ces personnes sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

**(i) Régime de droit commun**

*a) Impôt sur le revenu des personnes physiques*

En application des articles 200 A, 150-0 A à 150-0 E et au 6 bis de l'article 158 du CGI les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par des personnes physiques, qui sont résidentes fiscales de France, sont assujettis, de plein droit, à l'impôt sur le revenu à un prélèvement forfaitaire unique (le « PFU ») de 12,8% sans abattement. Dans ce contexte, conformément aux dispositions du 1 de l'article 150-0 D du CGI, les gains nets s'entendent de la différence entre le prix effectif de cession des actions, net des frais et taxes acquittés par le cédant, et leur prix de revient fiscal.

Toutefois, en application du 2 de l'article 200 A du CGI, les contribuables ont la possibilité d'exercer une option irrévocable et expresse, dans le délai de dépôt de leur déclaration de revenu de l'année concernée, afin que ces gains nets soient pris en compte pour la détermination de leur revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu.

Cette option est globale et s'applique sur une base annuelle à l'ensemble des revenus d'investissement et des revenus de capitaux mobiliers entrant dans le champ d'application du PFU de 12,8% et réalisés au titre de l'année considérée.

Si une telle option est exercée, les gains nets de cession d'actions, acquises ou souscrites avant le 1<sup>er</sup> janvier 2018, seront pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application d'un abattement proportionnel pour durée de détention prévu au 1 ter de l'article 150-0 D du CGI égal à :

- 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans, à la date de la cession ; et
- 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans, à la date de la cession.

Sauf exceptions, pour application de cet abattement, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions et prend fin à la date de transfert de propriété. En tout état de cause, cet abattement pour durée de détention n'est pas applicable aux actions acquises ou souscrites à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018.

Les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel pour déterminer les conséquences de cette option.

Conformément au 11 de l'article 150-0 D du CGI, les moins-values de cession de valeurs mobilières et de droits sociaux peuvent être imputées sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession puis, en cas de solde négatif, sur celles des dix années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est possible). Si l'option susvisée est appliquée, l'abattement pour durée de détention s'applique, le cas échéant, au gain net ainsi obtenu.

Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

Le cas échéant, l'apport des actions de la Société à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison de ces mêmes actions apportées à l'Offre et/ou de remettre en cause des réductions d'impôt spécifiques. Les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel pour déterminer les conséquences de l'Offre dans l'hypothèse où celle-ci aurait pour effet de remettre en cause un éventuel report ou sursis d'imposition ou une éventuelle réduction d'impôt spécifique dont ils ont antérieurement bénéficié.

*b) Prélèvements sociaux*

Les gains nets de cession de valeurs mobilières sont également soumis aux prélèvements sociaux (avant application de l'abattement pour durée de détention décrit ci-dessus en cas d'option pour le barème progressif s'agissant d'actions acquises avant le 1<sup>er</sup> janvier 2018) au taux global de 17,2% qui se décompose comme suit :

- 9,2% au titre de la contribution sociale généralisée (la « **CSG** ») ;
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (la « **CRDS** ») ; et
- 7,5% au titre du prélèvement de solidarité.

Si les gains nets de cession des actions de la Société sont soumis à l'impôt sur le revenu au PFU susvisé au taux de 12,8%, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable. En revanche, en cas d'option des contribuables pour l'assujettissement de ces gains nets au barème progressif de l'impôt sur le revenu, la CSG sera partiellement déductible à hauteur de 6,8% du revenu global imposable de l'année de son paiement (y compris en cas d'application de l'abattement pour durée de détention de droit commun), le solde des prélèvements sociaux n'étant pas déductible du revenu imposable.

*c) Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus*

L'article 223 *sexies* du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable excède certaines limites.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3% à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 250.000 euros et inférieure ou égale à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros et inférieure ou égale à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Pour l'application de ces règles, le revenu fiscal de référence du foyer fiscal est défini conformément aux dispositions du 1<sup>o</sup> du IV de l'article 1417 du CGI, à l'exclusion des plus-values visées au I de l'article 150-0 B ter du CGI, retenues pour leur montant avant application de l'abattement mentionné au 1 ter de l'article 150-0 D du CGI, pour lesquelles le report d'imposition expire et sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI.

Le revenu de référence visé comprend notamment les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par les contribuables concernés, avant application de l'abattement pour durée de détention lorsque celui-

ci est applicable dans les conditions précisées ci-dessus, en cas d'option par le contribuable pour l'assujettissement au barème progressif de l'impôt sur le revenu (voir Section Impôt sur le revenu des personnes physiques ci-dessus).

Les actionnaires de la Société sont donc invités, compte tenu des spécificités de cette contribution exceptionnelle sur les hauts revenus, à consulter leur conseiller fiscal habituel afin de vérifier avec lui l'application des dispositions ici résumées.

## **(ii) Actions Bolloré détenues au sein d'un PEA**

Les actions de la Société constituent des actifs éligibles au plan d'épargne en actions (« PEA »). Les personnes qui détiennent des actions de la Société dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values de cession générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, à condition notamment que ces produits et ces plus-values demeurent investis dans le PEA ; et
- au moment de la clôture du PEA ou lors d'un retrait partiel des fonds du PEA (si la clôture ou le retrait partiel interviennent plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, sauf cas particuliers), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan.

Ce gain net n'est pas pris en compte pour le calcul de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite ci-avant mais reste soumis aux prélèvements sociaux décrits ci-avant (étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux est susceptible de varier selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté et selon la date d'ouverture du plan). Le taux global des prélèvements sociaux à la date du présent document est de 17,2%. Pour les PEA ouverts avant le 1<sup>er</sup> janvier 2018, le taux des prélèvements sociaux applicables est susceptible de varier. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre du présent document, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

Les personnes détenant leurs actions dans le cadre d'un PEA et souhaitant participer à l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer les conséquences de la cession des actions figurant sur leur PEA dans le cadre de l'Offre et le régime fiscal d'une telle cession.

### *2.14.2. Actionnaires personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés au taux et dans les conditions de droit commun*

Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre sont en principe (et sauf régime particulier tel que décrit ci-après) comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun. En application du deuxième alinéa du I de l'article 219 du CGI, le taux normal de l'impôt est fixé, pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2022, à 25%.

Les sociétés dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions et dont le chiffre d'affaires (hors taxes) est inférieur à 10.000.000 euros bénéficient d'un taux d'imposition sur les sociétés réduit à 15%, dans la limite d'un bénéfice imposable de 38.120 euros pour une période de douze mois.

En outre, ces plus-values sont également soumises, en principe, à la contribution sociale de 3,3% assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois (article 235 *ter* ZC du CGI).

Cependant, les sociétés dont le chiffre d'affaires (hors taxes) est inférieur à 7.630.000 euros et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, sont exonérées de la contribution sociale additionnelle de 3,3%.

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre viendront, en principe et sauf régime particulier, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale au taux de droit commun.

Il est en outre précisé que (i) certains des seuils mentionnés ci-dessus suivent des règles spécifiques si le contribuable est membre d'un groupe d'intégration fiscale et que (ii) l'apport des actions de la Société à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures et/ou de remettre en cause des réductions d'impôt spécifiques.

Les personnes morales pour lesquelles les actions de la Société revêtent le caractère de titres de participation (ou de titres assimilés inscrits à un sous compte spécial « titres relevant du régime des plus-values à long terme ») sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer le régime fiscal applicable à leur situation particulière.

#### *2.14.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France*

Les actionnaires de la Société non-résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable tant en France, celui de leur pays de résidence fiscale, ainsi que les règles prévues par la convention fiscale signée, le cas échéant, entre la France et leur Etat de résidence.

#### *2.14.4. Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent*

Les actionnaires de la Société soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participeront à l'Offre, notamment (i) les personnes qui réalisent à titre habituel des opérations dans des conditions analogues à celles caractérisant une activité professionnelle dépassant la simple gestion de portefeuille privé, ou (ii) les personnes qui ont inscrit les actions de la Société à l'actif de leur bilan commercial, ou (iii) les personnes physiques qui ont acquis leurs actions de la Société dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ou d'incitation du personnel, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

#### *2.14.5. Droits d'enregistrement*

Conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société cotée qui a son siège social en France, à moins que la cession ne soit constatée par un acte signé en France ou à l'étranger. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un enregistrement dans le mois qui suit sa réalisation ; cet enregistrement donne lieu, en application de l'article 726, I-1° du CGI, au paiement d'un droit au taux proportionnel de 0,1% assis sur le plus élevé du prix de cession ou de la valeur réelle des titres, sous réserve de certaines exceptions.

#### *2.14.6. Taxe sur les transactions financières*

En application de l'article 235 *ter* ZD du CGI, la taxe sur les transactions financières française s'applique aux acquisitions à titre onéreux de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé qui sont émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros le 1<sup>er</sup> décembre de l'année précédant l'année d'imposition. Une liste des sociétés

entrant dans le champ d'application de la TTF française est publiée chaque année. La Société fait partie de la liste des sociétés françaises dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1<sup>er</sup> décembre 2022.

Par conséquent, la TTF française devrait en principe être due au taux de 0,3% (calculé sur la base du Prix d'Offre) à raison des actions acquises par la Société dans le cadre de l'Offre et sera à la charge de celle-ci sous réserve de certaines exceptions.

Lorsque la taxe sur les transactions financières française est applicable à l'opération, les droits d'enregistrement de 0,1% prévus par l'article 726 du CGI ne sont pas dus.

#### *2.14.7. Régime fiscal du Complément de Prix*

L'éventuel Complément de Prix qui serait reçu par les actionnaires ayant cédé leurs actions Bolloré dans le cadre de l'Offre en application de la présente Note d'Information étant déterminé en fonction d'une indexation en relation directe avec l'activité de Bolloré la société dont les titres sont l'objet du contrat, et présentant un caractère aléatoire à la date de la réalisation de la cession des actions apportées à l'Offre, de sorte qu'il ne soit prévisible de manière certaine ni pour l'actionnaire cédant ni pour Bolloré, sera imposable sur le fondement des dispositions de l'article 150-0 A du CGI au titre de l'année au cours de laquelle il sera reçu, quelle que soit la durée écoulée entre la date de la cession des actions apportées à l'Offre et celle du versement du Complément de Prix.

Les abattements pour durée de détention prévus au 1 de l'article 150-0 D du CGI ou à l'article 150-0 D ter du CGI s'appliquent au Complément de Prix dans les conditions prévues au BOI-RPPM-PVBMI-20-20-20-10, à savoir : quelle que soit la date de son versement, le taux d'abattement applicable au Complément de Prix est le même que celui appliqué à la cession des actions apportées à l'Offre, lorsque celle-ci a généré une plus-value imposable (plus-value subsistant, le cas échéant, après imputation d'une moins-value de même nature) ou celui qui aurait été appliqué au gain net de cession si celle-ci avait généré une plus-value imposable : il s'agit des situations dans lesquelles la cession a dégagé soit une moins-value, soit une plus-value qui a été compensée en totalité par une moins-value de même nature.

Il est enfin précisé que ce Complément de Prix constitue un gain net pour l'application de l'article 150-0 A du CGI, quel que soit le résultat (plus-value ou moins-value) de la cession dégagé au titre de l'année de transfert de propriété des actions Bolloré cédées dans le cadre de l'Offre.

### **3. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE**

#### **3.1. Rappel du contexte et des termes de l'Offre**

Bolloré est un groupe diversifié dont les activités industrielles sont rassemblées autour de trois pôles, le transport et la logistique, la communication ainsi que le stockage d'électricité et les systèmes :

- Transport et logistique :
  - Bolloré Logistics est un leader mondial du transport et de la logistique internationale avec 14 000 collaborateurs et 358 agences réparties dans 63 pays. L'offre globale de Bolloré Logistics est construite autour d'un savoir-faire complet et intégré regroupant cinq domaines de services : le transport multimodal, la douane et les conformités réglementaires, la logistique, la supply chain globale et les projets industriels ;
  - Par ailleurs, le groupe est également un acteur majeur de la logistique et de la distribution pétrolière en France, en Suisse et en Allemagne via Bolloré Energy.
- Communication :
  - A fin 2022, le groupe Bolloré détenait une participation d'environ 28,9% dans Vivendi, un des leaders mondiaux de la culture, du divertissement, des médias et de la communication. Vivendi est notamment présent dans la télévision payante (Canal +), la publicité et le conseil en communication (Havas), et la presse magazine ;
  - UMG : le groupe Bolloré détient une participation de 17.7% dans Universal Music Group (ainsi qu'une participation de 10% via Vivendi), numéro un mondial de la musique enregistrée.
- Stockage d'électricité et systèmes :
  - La division Blue regroupe les activités de Blue Solutions, qui a développé une technologie de batterie lithium « tout solide », et de Bluebus, spécialisée dans la conception et la fabrication de bus électriques ;
  - A travers sa division Films, le groupe est présent dans les films polypropylène pour condensateurs, composants électriques permettant de stocker l'énergie ;
  - La division Systèmes est principalement constituée autour des activités de la société IER dans les solutions d'identifications automatiques.

Outre ses participations dans Vivendi et Universal Music Group (« UMG »), le groupe Bolloré détient des participations cotées de tailles nettement moins significatives dans les sociétés Bigben Interactive, groupe Socfin, Vallourec, Rothschild & Co et Nacon.

Bolloré possède également divers actifs agricoles (oliveraies aux Etats-Unis réparties sur trois fermes s'étendant sur un total de 3 300 hectares) et viticoles (domaine de La Croix dans le Sud Est de la France s'étendant sur une superficie de 242 hectares, dont 116 hectares de droits viticoles, ainsi que le domaine de la Bastide Blanche disposant de 15 hectares de surface viticole).

L'action Bolloré est cotée sur le compartiment A d'Euronext Paris et la capitalisation boursière du groupe s'élève à c. 15,0 Mds€ au jour de l'annonce faite par l'Initiateur de déposer l'Offre. Le titre est actuellement suivi par quatre analystes financiers publiant des notes d'analyse et des cours cibles : CM CIC, Alpha Value, Oddo BHF et Kepler Cheuvreux (Exane ayant arrêté de suivre le titre après avoir publié une note en Septembre 2022).

L'Offre permet aux actionnaires minoritaires de la Société d'obtenir une liquidité au Prix d'Offre, de 5,75 euros par action.

La valorisation de Bolloré retenue pour déterminer le Prix d'Offre détaillée ci-après repose sur plusieurs méthodes d'évaluation couramment employées, avec une attention particulière portée à la méthode de la somme des parties.

Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre présentés ci-dessous ont été préparés par Natixis, agissant en tant qu'Etablissement Présentateur pour le compte de Bolloré, sur la base d'une part d'informations publiques et d'autre part d'informations communiquées par Bolloré, ces dernières n'ayant pas fait l'objet d'une vérification indépendante de la part de l'Etablissement Présentateur, comme détaillé ci-après.

Le Prix d'Offre de 5,75 euros par action Bolloré, payable en numéraire, extériorise des niveaux de primes sur les valeurs issues des différentes méthodes de valorisation retenues compris entre (2,6)% et +32,1%.

Les données boursières relatives à Bolloré et Compagnie de l'Odet dans cette section sont présentées à la date du 14 mars 2023, dernier jour de négociation des actions Bolloré sur Euronext Paris avant l'annonce par l'Initiateur de son intention de déposer l'Offre. Les données boursières relatives à Vivendi, UMG et les comparables boursiers des différentes divisions sont présentées à la date du 14 avril 2023.

### 3.2. Données financières servant de base à la valorisation

#### 3.2.1. *Information financière disponible*

##### 3.2.1.1. *Données financières historiques*

Bolloré publie des comptes sociaux et consolidés. Pour rappel, les comptes consolidés intègrent Vivendi en consolidation globale et UMG en mise en équivalence.

Dans la mesure où i) les données financières historiques de Bolloré sur la période 2018-2022 sont largement polluées par des modifications de périmètre telles que la cession de Bolloré Africa Logistics en 2022, et ii) Vivendi et UMG sont des sociétés cotées bénéficiant de références de marché pertinentes, des éléments financiers historiques retraités ont été communiqués à l'Etablissement Présentateur.

Aussi, des agrégats financiers par activité (incluant le chiffre d'affaires, l'EBITDA (« *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* »), l'EBITA (« *earnings before interest, taxes and amortization* »), le capex, la variation de BFR, l'impôt et le Free Cash Flow), hors Vivendi et UMG et retraités de la cession de Bolloré Africa Logistics, (Bolloré Logistics, Bolloré Energy, Blue, Films, Systèmes et holdings) ont été communiqués sur la période 2018-2022.

A noter que l'EBITDA et l'EBITA ont été communiqués avant coûts de holding (ou frais de groupe) et redevances de marques.

Par ailleurs, les éléments de dette financière nette hors Vivendi ont également été communiqués et utilisés dans le cadre des travaux de valorisation.

##### 3.2.1.2. *Plan d'affaires*

Etant donné la diversité de ses activités et sa nature conglomérale ou de holding, Bolloré n'établit pas de plan d'affaires au niveau du groupe.

Néanmoins, des plans d'affaires aux niveaux des différentes activités opérationnelles (hors Vivendi et UMG) ont été établis par le management du groupe et ont servi de base à l'exercice de valorisation. Ces plans d'affaires ont été construits sur la base des budgets 2023 extrapolés sur des horizons différents selon les activités. Pour chacune des activités, des agrégats financiers en année normative ont également été communiqués par le management à l'Etablissement Présentateur.

### 3.2.2. Sources d'informations

L'Établissement Présentateur a basé ses travaux d'évaluation sur plusieurs sources d'informations présentées ci-après.

Sources d'informations publiques :

- Les états financiers consolidés de Bolloré et de Compagnie de l'Odet au titre des exercices 2019, 2020 et 2021 ;
- Les résultats financiers consolidés de Bolloré au titre de l'exercice 2022 ;
- Les états financiers sociaux de Bolloré, de Compagnie de l'Odet, de ses principales filiales et des sociétés de la structure de détention (notamment Omnium Bolloré, Financière V et Sofibol) au titre des exercices 2019, 2020 et 2021 ;
- Les notes des analystes financiers qui suivent ou suivaient récemment le titre Bolloré (AlphaValue, CIC, Kepler Cheuvreux, Oddo BHF et Exane) ;
- Des notes de recherche sur les secteurs et environnements concurrentiels des différentes activités du groupe (notamment dans la logistique et la logistique pétrolière) ;
- Refinitiv pour les cours de bourse des actions Bolloré et Compagnie de l'Odet, de leurs participations cotées (Vivendi, UMG, Vallourec, Socfin, Socfinaf, Socfinasia, Rothschild & Co, Bigben, Nacon, Unicredit et UnipolSai), des sociétés cotées du groupe détenues indirectement et des principaux comparables boursiers ;
- Des informations relatives aux transactions récentes réalisées par Bolloré et Compagnie de l'Odet sur le capital de Bolloré (principalement date de transaction, nombre de titres acquis et prix d'acquisition).

Informations communiquées par l'Initiateur :

- Les données financières historiques synthétiques (2018-2022) ainsi que les budgets 2023B des entités Bolloré Logistics (proforma de la cession de Bolloré Africa Logistics), Bolloré Energy, et des divisions Blue, Films, Systèmes, actifs agricoles & viticoles et holding ;
- Les comptes sociaux 2022 (hors annexes) de Bolloré (non audités) ;
- Le détail des coûts de holding et redevances de marques refacturés aux divisions sur les exercices 2022 et 2023 ;
- Des plans d'affaires établis par le management de Bolloré, avec consultation des managements des différentes activités, sur la période 2024E-2027E pour Bolloré Logistics, Bolloré Energy, les divisions Films et Systèmes (incluant IER / AS et Polyconseil) et sur la période 2024E-2030E pour la division Blue (incluant Blue Solutions et Bluebus) ;
- L'organigramme détaillé de Bolloré, Compagnie de l'Odet et de plusieurs filiales au 31 décembre 2022 ;
- Le détail de l'endettement net consolidé hors Vivendi et des éléments assimilables à de la dette au 31 décembre 2022 ;

- Les taux de détention de Bolloré dans chaque entité du périmètre au 31 décembre 2022 ;
- Le détail du calcul de la valeur de la boucle d'autocontrôle à dire d'expert, utilisée dans les comptes de Bolloré.

### 3.2.3. *Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Bolloré*

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Bolloré (hors Vivendi) présentés ci-après ont été déterminés sur la base des informations fournies par l'Initiateur :

Au 31/12/2022	M€	Commentaires
<b>Trésorerie nette</b>	<b>2 066,9</b>	Hors Vivendi, incluant la trésorerie liée à la cession de Bolloré Logistics Africa
<b>Bolloré Logistics</b>	477,4	
<b>Bolloré Energy</b>	253,6	
<b>Stockage d'électricité et Systèmes</b>	(660,6)	
<b>Holdings et autres</b>	1 996,5	
<b>Intérêts minoritaires</b>	<b>(226,8)</b>	Valeur comptable des intérêts minoritaires au 31/12/2022
<b>Engagement personnel net d'impôts</b>	<b>(49,2)</b>	Calculé au 31/12/2022 sur la base d'un taux d'impôts de 25%
<b>Autres provisions et autres actifs</b>	<b>(212,1)</b>	
<b>Engagement de rachat de minoritaires</b>	<b>(17,3)</b>	
<b>Dettes de loyers</b>	<b>(226,1)</b>	Dettes de loyers courantes et non courantes au 31/12/2022
<b>Trésorerie nette ajustée</b>	<b>1 335,4</b>	

Ces éléments n'intègrent pas les éléments de dette financière nette ajustée de Vivendi dans la mesure où Vivendi est valorisée séparément sur la base de références de marché (cf. paragraphe 3.3.1.4vi)).

### 3.2.4. *Nombre d'actions totalement dilué de Bolloré*

Le nombre d'actions Bolloré retenu dans le cadre des travaux d'appréciation du Prix d'Offre correspond au nombre d'actions en circulation au 31 mars 2023, retraité des actions auto-détenues et des plans d'actions gratuites définitivement attribuées comme indiqué dans le tableau ci-dessous :

Type d'actions	Nombre d'actions (# en millions)
<b>Nombre d'actions émises au 31/03/2023</b>	2 951,2
<b>(-) Nombre d'actions d'autodétention au 31/03/2023</b>	(2,4)
<b>(+) Plans d'attribution d'actions gratuites (AGA)</b>	7,4
<i>Attribution du 4 mars 2021</i>	2,6
<i>Attribution du 10 mars 2022</i>	0,6
<i>Attribution du 25 mai 2022</i>	3,7
<i>Nouveau Plan 2023</i>	0,6
<i>Annulation d'AGA</i>	(0,1)
<b>Nombre total d'actions sur une base diluée</b>	<b>2 956,2</b>

### 3.3. Méthodologie de valorisation de Bolloré

#### 3.3.1. Méthodes retenues pour l'appréciation des termes de l'Offre

Le Prix d'Offre a été apprécié selon une approche multicritères fondée sur les méthodes décrites ci-dessous.

##### 3.3.1.1. Références aux cours de bourse de Bolloré

#### Evolution du cours de bourse sur une période de deux ans avant la date d'annonce de l'Offre

Le titre Bolloré est admis aux négociations sur Euronext Paris (Code ISIN : FR0000039299) et fait partie de l'indice de référence SBF 120, dont il représente environ 0,25% (pondération Euronext).

A la clôture du jour de l'annonce de l'Offre, le cours moyen 1 mois pondéré par les volumes de Bolloré s'élevait à 5,22€, correspondant à une capitalisation boursière de 15,2 milliards d'euros.

Comme illustré dans le graphique ci-dessous, ce cours est relativement proche du plus haut historique atteint le 1er décembre 2022 avec un cours de clôture de 5,46€.



- (1) Annonce par Vivendi de la distribution d'actions UMG et de son introduction en bourse
- (2) Durcissement des politiques monétaires et remontée des taux
- (3) Annonce des négociations exclusives avec le groupe MSC pour une cession de Bolloré Africa Logistics sur la base d'une valeur d'entreprise supérieure aux attentes de c. 5,7 Mds€
- (4) Invasion de l'Ukraine par la Russie
- (5) Accord de cession de Bolloré Africa Logistics au groupe MSC
- (6) Réalisation définitive de la cession de Bolloré Africa Logistics

Depuis deux ans (à la date d'annonce de l'Offre), le cours de Bolloré s'est significativement apprécié et a également surperformé le marché (hausse de 28% pour Bolloré vs. 15% pour le SBF 120).

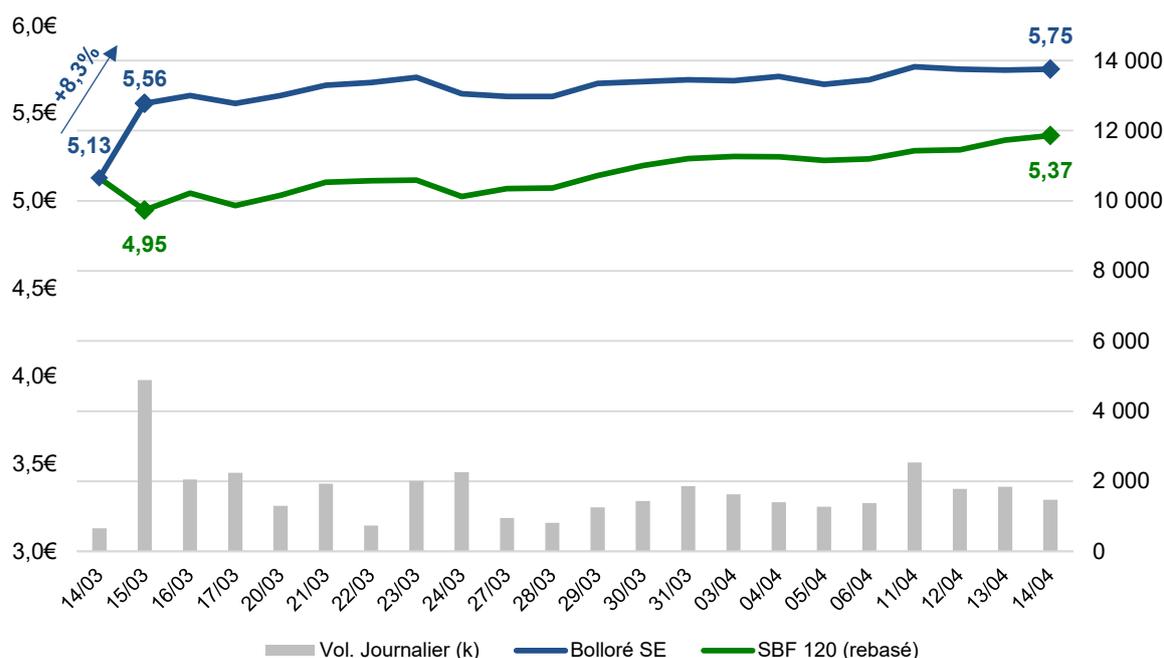
A titre d'information, le flottant de Bolloré s'élève à c. 3,3 milliards d'euros et représente c. 21,5% du capital. Sur une période de 1 an, le volume moyen échangé par jour de bourse s'élève à 1,4 millions de titres, induisant une rotation du flottant de c. 55%.

Le tableau ci-dessous présente le cours de l'action Bolloré au 14 mars 2023 (dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Offre) ainsi que les moyennes des prix pondérés par les volumes correspondant à différents horizons (1 mois, 3 mois (60 jours), 6 mois et 12 mois).

Cours de bourse		Volume & Liquidité			
au 14/03/2023	Spot / CMP (€)	Volume journalier moyen ('000)	Volume journalier moyen ('000€)	Rotation flottant (%)	Rotation capital (%)
Spot	5,13	-	-	-	-
1-m	5,22	608,2	3 173	1,9%	0,4%
3-m (60 j.)	5,23	666,1	3 486	6,3%	1,4%
6-m	5,03	1 023,4	5 151	20,6%	4,4%
12-m	4,84	1 350,5	6 536	54,8%	11,8%
Cours maximum historique	5,46	-	-	-	-
Cours minimum sur 12 mois	4,35	-	-	-	-

### Evolution du cours de bourse depuis la date d'annonce de l'Offre

Depuis l'annonce de l'Offre, le cours de bourse de Bolloré a bénéficié d'une hausse de +12%, incluant l'appréciation de +8% le lendemain de l'annonce du 14 mars 2023. Depuis le 15 mars 2023, le cours de bourse de Bolloré oscille entre 5,56€ et 5,77€.



#### 3.3.1.2. Références aux cours cibles des analystes financiers

Le titre Bolloré est actuellement couvert par 4 analystes financiers qui publient des cours cibles et recommandations de manière régulière. Pour information, l'analyse ci-dessous intègre le cours cible d'Exane, qui a arrêté de suivre le titre mais a publié une note relativement récemment.

Le cours cible moyen des analystes financiers ressort à 5,90€, tel que présenté dans le tableau ci-dessous (objectifs de cours publiés jusqu'à l'annonce de l'Offre).

Brokers	Valeur par action Bolloré SE (€)	Date	Recommandation
<b>Oddo BHF</b>	6,60	7-déc.-22	Neutre
<b>Kepler Chevreux</b>	6,00	30-nov.-22	Achat
<b>CIC Market Solutions</b>	5,70	21-oct.-22	Achat
<b>Alpha Value</b>	5,52	21-oct.-22	n.a.
<b>BNP Paribas Exane</b>	5,70	28-sept.-22	Achat
<b>Moyenne des analystes financiers</b>	<b>5,90</b>		

### 3.3.1.3. Références aux prix de transactions récentes sur le capital de Bolloré

Cette méthode consiste à retenir comme référence la valeur en euros payée sur les 12 derniers mois par Bolloré et Compagnie de l'Odéa lors de rachats d'actions Bolloré.

Il s'agit de transactions relativement récentes (sur l'exercice 2022), pour des montants significatifs (c. 495 millions d'euros représentant 3,57% du capital de Bolloré).

Le tableau ci-dessous affiche les différentes opérations réalisées par Bolloré et Compagnie de l'Odéa sur le capital de Bolloré. Ces transactions ont été réalisées sur la base d'un cours moyen pondéré de 4,70€ par action ou 4,46€ par action si l'on ne retient que les transactions réalisées par Bolloré.

Opérations	Valeur par action Bolloré SE (€)	Nombre d'actions (millions)	Montant investi (M€)
<b>Achats par Compagnie de l'Odéa</b>	<b>4,70</b>	<b>103,0</b>	<b>484,8</b>
<i>Mai 2022</i>	4,66	34,0	158,3
<i>Juin 2022</i>	4,75	26,3	124,6
<i>Août 2022</i>	4,69	9,9	46,4
<i>Septembre 2022</i>	4,72	32,9	155,4
<b>Achats par Bolloré SE</b>	<b>4,46</b>	<b>2,4</b>	<b>10,7</b>
<i>Juin 2022</i>	4,39	0,2	1,1
<i>Juillet 2022</i>	4,37	1,2	5,3
<i>Octobre 2022</i>	4,59	0,9	4,3
<b>Total achats d'actions Bolloré SE</b>	<b>4,70</b>	<b>105,4</b>	<b>495,4</b>

### 3.3.1.4. Approche par la somme des parties (SOTP)

Compte tenu de la nature de holding de Bolloré ainsi que de la diversité de ses activités industrielles, il apparaît plus pertinent de valoriser chacune des activités séparément sur la base des méthodologies les plus appropriées à leurs spécificités. Les différents blocs ont été valorisés de la manière suivante :

- Bolloré Logistics a été valorisée par une approche multicritères (actualisation des flux de trésorerie et multiples de comparables boursiers) ;
- En l'absence de comparables pertinents, les autres activités industrielles (Bolloré Energy et les divisions Blue, Films et Systèmes) ont été valorisées par actualisation des flux de trésorerie ;
- Les participations cotées, incluant Vivendi et UMG, ont été valorisées sur la base des cours moyens pondérés sur 1 mois ;
- Les autres actifs agricoles et viticoles ont été valorisés sur la base de leurs valeurs nettes comptables (en l'absence d'informations plus détaillées) ;
- Les coûts de holding ont été valorisés sur la base du multiple moyen d'EBITA de Bolloré Logistics et Bolloré Energy ;

- La boucle d'autocontrôle a été valorisée par transparence sur la base des cours de bourse de Compagnie de l'Odet et de Bolloré, en ligne avec la méthodologie retenue pour l'établissement des comptes de Bolloré ;
- Une décote de holding, déterminée sur la base de comparables boursiers, a été appliquée à l'ensemble.

Lors de l'application de la méthode des multiples boursiers, le multiple retenu est principalement le multiple d'EBITA dans la mesure où l'EBITA, correspondant au résultat opérationnel courant, est le principal agrégat de performance financière suivi par le groupe. A l'inverse, l'EBITDA n'est calculé que par addition des dotations aux amortissements et provisions et n'est pas retraité de certains éléments traditionnellement exclus (e.g. certaines provisions ou plus-values). Pour les sociétés réalisant un EBITA négatif, le multiple VE/CA (chiffre d'affaires) a été utilisé à titre illustratif.

*i) Bolloré Logistics*

Bolloré Logistics est un des premiers groupes mondiaux de commission de transport et logistique. Il offre des services à ses clients sur toute la chaîne logistique, avec une présence en Europe, en Asie et en Amérique.

Bolloré Logistics a été valorisé en appliquant deux méthodes de valorisation, l'actualisation des flux de trésorerie et les multiples boursiers de sociétés comparables. La méthode des multiples de transactions comparables a été appliquée à titre informatif.

Après une performance 2022 exceptionnelle, portée principalement par la hausse des taux de fret dans la commission de transport et des volumes soutenus notamment dans l'aérien, le budget 2023 et le plan d'affaires au delà anticipent un retour à une performance plus en ligne avec les marges historiques.

L'actualisation des flux de trésorerie a été appliquée au plan d'affaires sur la période 2023-2027E et à l'année normative fournie par le management de Bolloré. Le taux d'actualisation retenu est de 7,80%, correspondant à la moyenne entre le coût du capital calculé par l'Etablissement Présentateur et la moyenne des analystes financiers sur les sociétés comparables. Le taux de croissance à l'infini retenu est de 2,2%.

Pour la méthode des multiples boursiers, l'échantillon de sociétés cotées comparables retenu est constitué de sociétés actives sur les mêmes secteurs du transport et de la logistique, principalement des « freight forwarders ». Il est composé de Kuehne+Nagel, DSV, Expeditors et C.H. Robinson. Cet échantillon de comparables a été constitué sur la base de critères opérationnels (nature de services) et financiers (croissance, rentabilité et taille).

L'échantillon retenu est présenté ci-dessous :

- Kuehne+Nagel : entreprise suisse spécialisée dans la logistique 3PL et le freight forwarding. La société génère en 2022 un chiffre d'affaires de 39,8 milliards d'euros avec 9,5% de marge d'EBIT. Le chiffre d'affaires provient principalement de la logistique maritime pour 48%, de la logistique aérienne pour 29%, de la logistique contractuelle pour 13% et de la logistique routière pour 11% ;
- DSV : entreprise danoise spécialisée dans la logistique 3PL et le freight forwarding. La société génère en 2022 un chiffre d'affaires de 31,6 milliards d'euros avec 10,7% de marge d'EBIT. Le chiffre d'affaires provient principalement de la logistique aérienne et maritime pour 73%, de la logistique routière pour 17% et de la logistique contractuelle pour 10% ;
- Expeditors : entreprise américaine spécialisée dans la logistique 3PL et le freight forwarding. La société génère en 2022 un chiffre d'affaires de 15,7 milliards d'euros avec 10,7% de marge d'EBIT. Le chiffre d'affaires provient principalement de la logistique maritime pour 38%, de la logistique aérienne pour 34%, et du courtage en douane pour 27% ;

- C.H. Robinson : entreprise américaine spécialisée dans la logistique 3PL et le freight forwarding. La société génère en 2022 un chiffre d'affaires de 22,8 milliards d'euros avec 5,1% de marge d'EBIT. Le chiffre d'affaires provient principalement de la logistique routière aux Etats-Unis pour 64%, de la logistique aérienne et maritime ainsi que du courtage de douane pour 28%, et des services d'approvisionnement pour 8%.

Un tableau récapitulatif des multiples observés pour les sociétés comparables à Bolloré Logistics, calculés sur la base du cours moyen pondéré par les volumes sur un mois au 14 avril 2023, est présenté ci-dessous.

Sociétés	Pays	Cap. Boursière (M€)	Valeur d'entreprise (M€)	VE / EBIT	
				2023E	2024E
<b>DSV A/S</b>	DK	37 400,0	41 452,4	18,1x	17,7x
<b>Kuehne und Nagel International AG</b>	CH	31 277,0	29 402,4	15,3x	16,1x
<b>Expeditors International of Washington Inc</b>	US	15 229,2	13 834,5	13,8x	14,6x
<b>CH Robinson Worldwide Inc</b>	US	10 305,2	12 377,9	17,4x	16,3x
<b>Moyenne</b>				<b>16,2x</b>	<b>16,2x</b>
<b>Médiane</b>				<b>16,4x</b>	<b>16,2x</b>

La méthode des multiples de transactions comparables a été appliquée à titre informatif du fait du nombre limité de transactions réellement comparables en termes de contexte transactionnel, de taille, de nature d'activité et de rentabilité.

Cette méthode analogique consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses derniers agrégats financiers historiques les multiples observés lors de transactions précédentes impliquant des sociétés du même secteur et comparables à la société évaluée en termes de contexte transactionnel, d'activité, d'exposition géographique, de taille et de marges.

Une quinzaine de transactions ont été analysées, incluant notamment l'acquisition de Le Roy Logistique par ses dirigeants, de JF Hillebrand par Deutsche Post, de Echo Global Logistique par the Jordan Company, de la filiale Global Integrated Logistics d'Agility par DSV, de Apex Logistics par Kuehne+Nagel et de Panalpina par DSV.

Les transactions analysées font ressortir un multiple d'EBITDA moyen de 11,5x.

ii) *Bolloré Energy*

Bolloré Energy est le premier distributeur indépendant français de fioul domestique, il est aussi présent dans la logistique pétrolière ainsi que dans des activités de stockage en France, en Suisse et en Allemagne. Bolloré Energy a été valorisé en appliquant la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie. Les multiples boursiers de sociétés comparables et les multiples de transactions comparables ont été appliqués à titre informatif.

L'exercice 2022 a également été marqué par une performance exceptionnelle de Bolloré Energy du fait de la hausse des cours des produits pétroliers dans un contexte de tensions internationales (guerre en Ukraine) et nationales (grève des raffineurs en fin d'année 2022). Le plan d'affaires prévoit un retour à une rentabilité plus normative, en ligne avec les performances historiques retraitées de la cession de SFDM<sup>15</sup>.

L'actualisation des flux de trésorerie a été appliquée au plan d'affaires sur la période 2023-2027E et à l'année normative fournie par le management de Bolloré. Le taux d'actualisation retenu est de 7,40%, correspondant à la moyenne entre le coût du capital calculé par l'Etablissement Présentateur et la

<sup>15</sup> Société Française Donges Melun Metz, cédée par Bolloré à l'Etat en janvier 2022

moyenne des analystes financiers sur les sociétés comparables. Le taux de croissance à l'infini retenu est de 1,0%.

Pour la méthode des multiples boursiers, l'échantillon de sociétés cotées comparables retenu est constitué de sociétés présentes sur les marchés de la logistique et de la distribution d'énergie fossile. Il est composé de Rubis et de DCC. Cette méthode n'est retenue qu'à titre illustratif dans la mesure où ces sociétés ne sont pas totalement comparables à Bolloré Energy en termes d'activité, de présence géographique et de profil financier.

L'échantillon retenu est présenté ci-dessous :

- Rubis : entreprise française spécialisée dans la distribution d'énergie et de bitume. La société génère en 2022 un chiffre d'affaires de 6,5 milliards d'euros avec 7,4% de marge d'EBIT. Le chiffre d'affaires provient principalement de la distribution de carburants et combustibles pour 87%, le raffinage pour 11%, et la logistique pétrolière pour 2% ;
- DCC : entreprise irlandaise spécialisée dans la distribution d'énergie. La société génère en 2022 un chiffre d'affaires de 23,0 milliards d'euros avec 2,9% de marge d'EBIT. Le chiffre d'affaires provient principalement de la distribution de carburants et combustibles pour 55%, de la distribution de produits technologiques pour 26%, de la distribution de gaz de pétrole liquéfié pour 15% et de la santé pour 4%.

Un tableau récapitulatif des multiples observés pour les sociétés comparables sur la période 2023-2024, calculés sur la base du cours moyen pondéré par les volumes sur un mois au 14 avril 2023, est présenté ci-dessous.

Sociétés	Pays	Cap. Boursière (M€)	Valeur d'entreprise (M€)	VE / EBIT	
				2023E	2024E
DCC PLC	IRL	5 068,0	6 359,8	8,8x	8,5x
Rubis SCA	FR	2 543,0	3 959,0	7,9x	7,4x
<b>Moyenne</b>				<b>8,4x</b>	<b>7,9x</b>
<b>Médiane</b>				<b>8,4x</b>	<b>7,9x</b>

La méthode des multiples de transactions comparables a été appliquée à titre informatif du fait du nombre limité de transactions réellement comparables en termes de contexte transactionnel, de taille, de nature d'activité et de rentabilité.

Les transactions analysées font ressortir un multiple d'EBITDA moyen de 9,3x.

### *iii) Division Blue*

La division Blue inclut Blue Solutions, développeur et fabricant de batteries lithium « tout solide », et Bluebus, spécialisée dans la conception et la fabrication de bus électriques.

Etant donné le poids de Blue Solutions dans la division Blue, Blue Solutions et Bluebus ont été valorisés ensemble sur la base du plan d'affaires de la division Blue.

Blue a été valorisée en appliquant la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie. Les multiples boursiers de sociétés comparables et les multiples de transactions comparables ont été appliqués à titre informatif.

L'actualisation des flux de trésorerie a été appliquée au plan d'affaires sur la période 2023-2030E et à l'année normative fournie par le management de Bolloré. Le taux d'actualisation retenu est de 11,00%, correspondant à la moyenne entre le coût du capital calculé par l'Etablissement Présentateur et la

moyenne des analystes financiers sur les sociétés comparables. Le taux de croissance à l'infini retenu est de 2,7%.

Pour information, la valeur d'entreprise de la division Blue intègre les économies d'impôts liées aux déficits reportables. Ces économies d'impôts ont été estimées sur la base du plan d'affaires et d'extrapolations au-delà de 2030 réalisées par l'Etablissement Présentateur.

Pour la méthode des multiples boursiers, l'échantillon de sociétés cotées comparables retenu est constitué de sociétés présentes sur le marché de la fabrication de batteries électriques. Il est composé de Forsee Power et de Voltabox<sup>16</sup>. Cette méthode n'est retenue qu'à titre illustratif dans la mesure où ces sociétés ne sont pas totalement comparables à Blue en termes d'activité, de présence géographique et de profil financier.

L'échantillon retenu est présenté ci-dessous :

- Forsee Power : entreprise française spécialisée dans la production de batteries lithium-ion pour véhicules. La société génère en 2022 un chiffre d'affaires de 111 millions d'euros avec (28,0)% de marge d'EBIT. Le chiffre d'affaires provient principalement de la production de batteries lithium-ion pour véhicules lourds pour 70% et pour véhicules légers pour 30% ;
- Voltabox : entreprise française spécialisée dans la production de batteries lithium-ion. La société génère en 2021 un chiffre d'affaires de 3,5 millions d'euros avec (10) millions d'euros d'EBIT. Le chiffre d'affaires provient exclusivement de la production de batteries de traction haute tension pour applications industrielles 100%.

Un tableau récapitulatif des multiples observés pour les sociétés comparables, calculés sur la base du cours moyen pondéré par les volumes sur un mois au 14 avril 2023, est présenté ci-dessous.

Sociétés	Pays	Cap. Boursière (M€)	Valeur d'entreprise (M€)	VE / CA	
				2023E	2024E
Forsee Power SA	FR	173,3	181,7	1,2x	0,8x
Voltabox AG	DE	24,5	22,7	n.m.	n.m.
<b>Moyenne</b>				<b>1,2x</b>	<b>0,8x</b>
<b>Médiane</b>				<b>1,2x</b>	<b>0,8x</b>

La méthode des multiples de transactions comparables a été appliquée à titre informatif du fait du nombre limité de transactions réellement comparables en termes de contexte transactionnel, de taille, de nature d'activité et de rentabilité.

Les transactions analysées font ressortir un multiple de chiffre d'affaires moyen de 2,4x.

Pour rappel, l'offre d'achat simplifiée initiée par Bolloré sur Blue Solutions en 2020 faisait ressortir une valeur d'entreprise de Blue Solutions de c. 550 millions d'euros.

*iv) Division Films*

La division Films a été valorisée en appliquant la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie. Les multiples boursiers de sociétés comparables et les multiples de transactions comparables ont été appliqués à titre informatif.

L'actualisation des flux de trésorerie a été appliquée au plan d'affaires sur la période 2023-2027E et à l'année normative fournie par le management de Bolloré. Le taux d'actualisation retenu est de 6,30%, correspondant à la moyenne entre le coût du capital calculé par l'Etablissement Présentateur et la

<sup>16</sup> Pas de multiples disponibles dans la mesure où Voltabox n'est pas suivie par les analystes financiers

moyenne des analystes financiers sur les sociétés comparables. Le taux de croissance à l'infini retenu est de 2,0%.

Pour la méthode des multiples boursiers, l'échantillon de sociétés cotées comparables retenu est constitué de sociétés présentes sur le marché de la fabrication d'emballages plastiques. Il est composé de Berry, Sealed Air et Winpak. Cette méthode n'est retenue qu'à titre illustratif dans la mesure où ces sociétés ne sont pas totalement comparables à la division Films en termes d'activité, de présence géographique et de profil financier.

L'échantillon retenu est présenté ci-dessous :

- Berry : entreprise américaine spécialisée dans la fabrication d'emballages plastiques. La société génère en 2022 un chiffre d'affaires de 13,2 milliards d'euros avec 9,1% de marge d'EBIT. Le chiffre d'affaires provient principalement de la production d'emballages plastiques rigides pour le marché international pour 30%, d'emballages plastiques à destination du marché américain pour 24%, d'emballages plastiques flexibles pour 24% et de produits de santé et d'hygiène pour 22% ;
- Sealed Air : entreprise américaine spécialisée dans la fabrication d'emballages plastiques. La société génère en 2022 un chiffre d'affaires de 5,2 milliards d'euros avec 17,2% de marge d'EBIT. Le chiffre d'affaires provient principalement de la production d'emballages plastiques alimentaires pour 59% et d'emballages plastiques de protection pour 41% ;
- Winpak : entreprise canadienne spécialisée dans la fabrication d'emballages plastiques. La société génère en 2022 un chiffre d'affaires de 1,1 milliards d'euros avec 14,93% de marge d'EBIT. Le chiffre d'affaires provient principalement de la production d'emballages plastiques flexibles pour 54%, d'emballages plastiques rigides pour 43% et de machines d'emballages pour 3%.

Un tableau récapitulatif des multiples observés pour les sociétés comparables, calculés sur la base du cours moyen pondéré par les volumes sur un mois au 14 avril 2023, est présenté ci-dessous.

Sociétés	Pays	Cap. Boursière (M€)	Valeur d'entreprise (M€)	VE / CA	
				2023E	2024E
Sealed Air Corp	US	6 006,4	9 046,4	1,6x	1,6x
Berry Global Group Inc	US	6 360,6	14 906,1	1,2x	1,2x
Winpak Ltd	CAN	1 849,0	1 525,0	1,3x	1,3x
<b>Moyenne</b>				<b>1,4x</b>	<b>1,4x</b>
<b>Médiane</b>				<b>1,3x</b>	<b>1,3x</b>

La méthode des multiples de transactions comparables a été appliquée à titre informatif du fait du nombre limité de transactions réellement comparables en termes de contexte transactionnel, de taille, de nature d'activité et de rentabilité.

Les transactions analysées font ressortir un multiple de chiffre d'affaires moyen de 1,4x.

#### v) *Division Systèmes*

La division Systèmes a été valorisée en appliquant la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie. Les multiples boursiers de sociétés comparables et les multiples de transactions comparables ont été appliqués à titre informatif.

Etant donné le poids de IER dans la division Systèmes, IER et Polyconseil ont été valorisés ensemble sur la base du plan d'affaires de la division Systèmes.

L'actualisation des flux de trésorerie a été appliquée au plan d'affaires sur la période 2023-2027E et à l'année normative fournie par le management de Bolloré. Le taux d'actualisation retenu est de 8,20%,

correspondant à la moyenne entre le coût du capital calculé par l'Etablissement Présentateur et la moyenne des analystes financiers sur les sociétés comparables. Le taux de croissance à l'infini retenu est de 1,8%.

Pour la méthode des multiples boursiers, l'échantillon de sociétés cotées comparables retenu est constitué de sociétés présentes sur le marché de la sécurité et de contrôle d'accès. Il est uniquement composé de la société Dormakaba. Cette méthode n'est retenue qu'à titre illustratif dans la mesure où cette société n'est pas totalement comparable à la division Systèmes en termes d'activité, de présence géographique et de profil financier.

La société retenue est présentée ci-dessous :

- Dormakaba : entreprise suisse spécialisée dans les solutions d'accès aux bâtiments. La société génère en 2022 un chiffre d'affaires de 2,8 milliards d'euros avec 10,3% de marge d'EBIT. Le chiffre d'affaires provient principalement des solutions d'accès à destination de l'Europe 40%, de l'Amérique 26%, de l'Asie-Pacifique pour 20% et de la production de clés d'accès et de murs amovibles pour 13%.

Un tableau récapitulatif des multiples observés pour la société comparable, calculés sur la base du cours moyen pondéré par les volumes sur un mois au 14 avril 2023, est présenté ci-dessous.

Sociétés	Pays	Cap. Boursière (M€)	Valeur d'entreprise (M€)	VE / CA	
				2023E	2024E
Dormakaba Holding AG	CH	1 599,4	3 989,4	1,4x	1,3x
<b>Moyenne</b>				<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>
<b>Médiane</b>				<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>

La méthode des multiples de transactions comparables a été appliquée à titre informatif du fait du nombre limité de transactions réellement comparables en termes de contexte transactionnel, de taille, de nature d'activité et de rentabilité.

Les transactions analysées font ressortir un multiple de chiffre d'affaires moyen de 1,4x.

*vi) Participations cotées*

Le groupe Bolloré détient, directement et indirectement, un portefeuille de participations cotées, incluant ses participations significatives dans Vivendi et dans UMG.

Pour rappel, Bolloré détient une participation de 28,9% dans Vivendi et la consolide par intégration globale. Etant donné que Vivendi est une société cotée, liquide et bénéficiant d'une couverture de marché significative, cette participation a été valorisée sur la base de son cours de bourse.

Les participations cotées ont été valorisées sur la base des cours moyens 1 mois au 14 avril 2023. Le tableau ci-dessous illustre la valeur des principales participations détenues directement et indirectement par Bolloré.

Participations	% de détention	CMP 1 mois (€)	Valeur de la participation (M€)
Vivendi	28,9%	9,14	2 931,0
UMG	17,7%	22,07	7 074,1
Autres participations cotées	-	-	246,8
<b>Valeur totale des participations cotées</b>			<b>10 251,9</b>

*vii) Autres actifs agricoles, viticoles et immobiliers*

Les autres actifs agricoles et viticoles du groupe ont été valorisés sur la base de leurs actifs nets comptables.

Bolloré détient des actifs immobiliers vacants ou non-occupés par des entités de Bolloré. Ces actifs ont été valorisés sur la base des expertises immobilières.

La valeur totale des actifs agricoles, viticoles et immobiliers ressort à 152 millions d'euros.

*viii) Coûts de holding*

Les coûts de holding ou coûts centraux sont regroupés au sein d'une division Holdings. Ils correspondent notamment aux coûts liés aux services rendus aux différentes filiales (dont une partie est refacturée aux dites filiales), aux coûts immobiliers et de personnel de la holding et à divers autres coûts centraux.

Dans la mesure où les coûts refacturés aux filiales n'ont pas été intégrés aux agrégats financiers historiques et prospectifs des différentes activités, ils sont inclus dans la valorisation des coûts de holdings (i.e. avec les coûts non refacturés).

Ces coûts ont été valorisés par application du multiple moyen induit d'EBITA 2023 de Bolloré Logistics et Bolloré Energy, qui ressort à 16,9x.

*ix) Boucle d'autocontrôle*

Bolloré détient, directement et indirectement, des participations dans Bolloré, Compagnie de l'Odet et les holdings de tête non cotées du groupe, Omnium Bolloré, Financière V et Sofibol.

Les participations détenues directement et indirectement par Bolloré dans les holdings de tête ont été valorisées par transparence sur le cours moyen pondéré 1 mois de Compagnie de l'Odet, au 14 mars 2023. Afin de prendre en compte le caractère non liquide de ces participations non cotées, une décote d'illiquidité de 12,6% a été appliquée.

Les participations détenues indirectement par Bolloré dans Compagnie de l'Odet, via Compagnie du Cambodge, Société Industrielle et Financière de l'Artois, Financière Moncey, Imperial Mediterranean, Nord-Sumatra Investissements, Plantations des Terres Rouges SA et Socfrance ont été valorisées par transparence sur le cours moyen 1 mois de Compagnie de l'Odet. Compagnie de l'Odet étant une société cotée, aucune décote d'illiquidité n'a été appliquée.

Les participations détenues indirectement par Bolloré dans Bolloré, via Imperial Mediterranean, Nord-Sumatra Investissements et Société Bordelaise Africaine ont été valorisées par transparence sur le cours moyen pondéré 1 mois de Bolloré. Bolloré étant une société cotée, aucune décote d'illiquidité n'a été appliquée.

*x) Décote de holding*

Des décotes de holding de 30% et 35% ont été appliquées pour refléter le caractère congloméral de Bolloré. La décote de holding se justifie du fait :

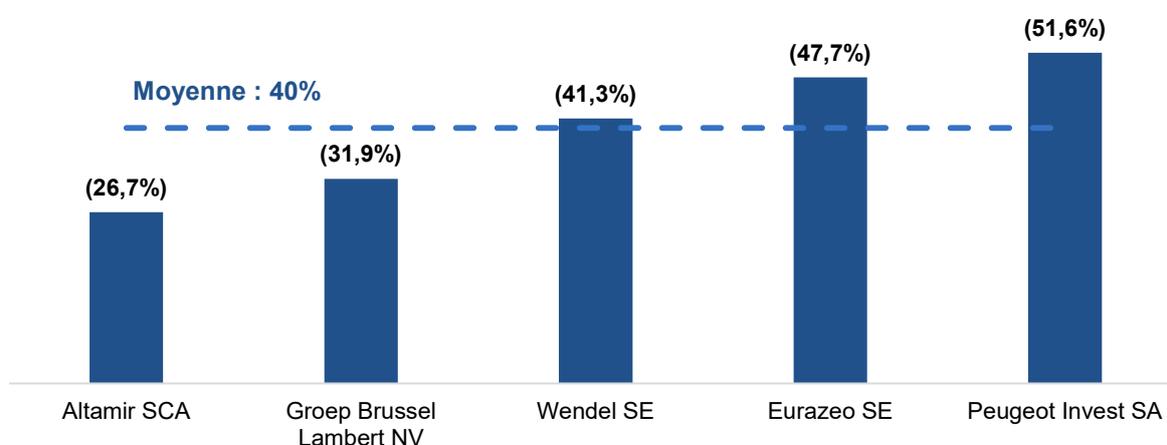
- D'une allocation des capitaux déterminée : les investisseurs préfèrent en général investir directement dans les groupes industriels plutôt que d'investir dans une holding dans laquelle l'allocation d'actifs est déterminée et figée ;
- D'une gestion supposée non optimale d'activités très disparates. Des cash flows sont parfois investis dans certaines activités à valeur actuelle nette négative plutôt que d'être redistribués ;

- D'une liquidité généralement plus faible que celle des actifs dans laquelle la holding est investie ;
- D'une structure qui engendre des surcoûts, avec notamment des frottements fiscaux.

Pour information, l'analyste financier Kepler Cheuvreux retient une décote sur Actif Net Réévalué (ANR) de 35% pour le calcul de son cours cible.

Par ailleurs, ces décotes ont été comparées à celles observées pour des sociétés holdings comparables cotées (moyenne glissante des décotes des 6 derniers mois des cours de bourse spot par rapport au dernier ANR publié). Les comparables retenus pour l'analyse sont les suivants : Altamir, GBL, Eurazeo, Wendel, Peugeot Invest.

En moyenne sur les six derniers mois, les décotes sur ANR observées chez les comparables sont comprises entre 26,7% et 51,6%, avec une moyenne qui ressort à 40% (cf. graphique ci-dessous).



#### *xi) Synthèse*

En valeur centrale, la valorisation par somme des parties ressort à 5,21€ par action sur la base d'une décote de holding de 35% et à 5,61€ par action sur la base d'une décote de holding de 30%.

Blocs de valorisation	Valeurs centrales	
	M€	€ par action
Bolloré Logistics	4 454,5	1,51
Bolloré Energy	483,4	0,16
Stockage d'électricité et Systèmes (Blue, Films et Systèmes)	704,2	0,24
Participations cotées	10 251,9	3,47
Actifs agricoles, viticoles et immobiliers	152,0	0,05
Coûts de holding	(1 213,4)	(0,41)
Trésorerie nette ajustée	1 335,4	0,45
Boucle d'autocontrôle	7 526,7	2,55
<b>Total somme des parties avant décote de holding</b>	<b>23 694,6</b>	<b>8,02</b>
Décote de holding de 35%	(8 293,1)	(2,81)
<b>Total somme des parties (SOTP) avec décote de holding de 35%</b>	<b>15 401,5</b>	<b>5,21</b>
Décote de holding de 30%	(7 108,4)	(2,40)
<b>Total somme des parties (SOTP) avec décote de holding de 30%</b>	<b>16 586,2</b>	<b>5,61</b>

### *3.3.2. Méthodes de valorisation écartées*

#### *3.3.2.1. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie mise en œuvre globalement*

En l'absence de plan d'affaires au niveau global, cette méthode n'est pas pertinente et n'a pas été appliquée.

#### *3.3.2.2. Actualisation des flux de dividendes*

Cette méthode consiste à valoriser directement les fonds propres d'une société en actualisant, au coût des fonds propres, les flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires.

L'estimation des flux de dividendes a été réalisée par l'Etablissement Présentateur sur la base des dividendes historiques récents et d'une confirmation de la part du Management de Bolloré qu'il n'est pas prévu de modification substantielle de la politique de distribution dans les années à venir.

La valeur terminale a été déterminée sur la base d'un taux de croissance à l'infini de 2,0%.

Les flux et la valeur terminale ont été actualisés au 31 décembre 2022 sur la base d'un coût des fonds propres de 7,20%.

La méthode de l'actualisation des flux de dividendes aboutit en cas central à une valeur de 1,30 euros par action Bolloré.

Cette méthode demeure intrinsèquement liée au niveau de taux de distribution, qui peut être fixé de manière discrétionnaire par la direction de Bolloré ou ses actionnaires, et être ainsi décorrélée de la capacité propre de la Société à engendrer des flux de trésorerie. Cette approche n'a, par conséquent, pas été retenue.

#### *3.3.2.3. Méthode des multiples boursiers mise en œuvre globalement*

Etant donné la diversité de ses activités opérationnelles (nature des activités, présences géographiques, intensités capitalistiques, perspectives de croissance, marges, environnements concurrentiels, etc.), Bolloré n'a pas de comparables directs au niveau groupe dans son ensemble. Cette méthode n'est donc pas pertinente et n'a pas été appliquée.

#### *3.3.2.4. Méthode des multiples de transactions comparables mise en œuvre globalement*

Pour les mêmes raisons que celles évoquées au paragraphe précédent, cette méthode n'est pas pertinente et n'a pas été appliquée.

#### *3.3.2.5. Actif net comptable*

La méthode d'évaluation portant sur l'actif net comptable consiste à évaluer une société sur la base de la valeur comptable de ses fonds propres et ne reflète pas ses perspectives futures.

Par ailleurs, l'actif net comptable n'intègre pas de décote de holding, communément observée dans les cours de bourse des holdings cotées et retenues dans le cadre de travaux de valorisation des sociétés holdings.

Pour ces raisons, cette méthode est non pertinente et a été écartée.

A titre illustratif, la valeur nette comptable consolidée de Bolloré était de 23,3 milliards d'euros au 31 décembre 2022 (soit 7,87 euros par action).

### 3.4. Synthèse des éléments d'appréciation

Le Prix d'Offre, de 5,75 euros par action Bolloré, payable en numéraire, extériorise des niveaux de décotes / primes sur les valeurs issues des méthodes de valorisation retenues compris entre (2,6)% et +32,1% :

Méthodes de valorisation	Valeur par action Bolloré SE (€)	Prime / décote induite (%)
<b><u>Cours de bourse (au 14 mars 2023)</u></b>		
Cours de clôture (spot)	5,13	12,1%
CMP 1 mois	5,22	10,2%
CMP 3 mois (60 jours)	5,23	9,9%
CMP 6 mois	5,03	14,3%
CMP 12 mois	4,84	18,8%
Cours maximum historique	5,46	5,3%
Cours minimum sur 12 mois	4,35	32,1%
<b><u>Cours cible des analystes</u></b>	5,90	(2,6)%
<b><u>Référence aux prix de transactions sur le capital de Bolloré SE</u></b>	4,70	22,4%
<b><u>Somme des parties avec une décote de holding de 35%</u></b>	5,21	10,4%
<b><u>Somme des parties avec une décote de holding de 30%</u></b>	5,61	2,5%

### 3.5. Impact de l'Offre Ferme de CMA CGM relative à l'acquisition de 100% de la société Bolloré Logistics

Bolloré a reçu une Offre Ferme de CMA CGM pour l'acquisition de Bolloré Logistics pour un prix correspondant à une valeur d'entreprise de 5 milliards d'euros. Cette offre a un impact sur la somme des parties avant décote de 545,5 millions d'euros soit 0,18 euro par action. Cet impact est de 0,12€ par action après application d'une décote de holding de 35% et de 0,13€ après application d'une décote de 30%. En cas de réalisation définitive d'une telle opération remplissant les conditions détaillées en Section 1.3 ci-avant, un Complément de Prix de 0,25 euro par action Bolloré sera ajouté en sus du prix de 5,75 euros par action Bolloré (dividende complémentaire 2022 attaché) dans les conditions mentionnées en Section 1.3 ci-avant, portant ainsi le prix total payé à 6,00 euros par action (dividende complémentaire 2022 attaché).

Le Prix d'Offre avec Complément de Prix, de 6,00 euros par action Bolloré, extériorise des niveaux de primes sur les valeurs issues des méthodes de valorisation retenues compris entre +1,6% et +37,8% :

Méthodes de valorisation	Valeur par action Bolloré SE (€)	Prime / décote induite (%)
<b><u>Cours de bourse (au 14 mars 2023)</u></b>		
Cours de clôture (spot)	5,13	17,0%
CMP 1 mois	5,22	15,0%
CMP 3 mois (60 jours)	5,23	14,7%
CMP 6 mois	5,03	19,2%
CMP 12 mois	4,84	24,0%
Cours maximum historique	5,46	9,9%
Cours minimum sur 12 mois	4,35	37,8%
<b><u>Cours cible des analystes</u></b>	5,90	1,6%
<b><u>Référence aux prix de transactions sur le capital de Bolloré SE</u></b>	4,70	27,7%
<b><u>Somme des parties avec une décote de holding de 35%</u></b>	5,33	12,6%
<b><u>Somme des parties avec une décote de holding de 30%</u></b>	5,74	4,5%

#### **4. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT**

En application de l'article 261-1, I., 3° du RGAMF, le cabinet A2EF, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard (l'« **Expert Indépendant** »), a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de Bolloré le 14 mars 2023 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 18 avril 2023, ainsi que son *addendum* en date du 4 mai 2023, est reproduit dans son intégralité en Annexe et fait partie intégrante du présent document.

#### **5. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 18 avril 2023, sous la présidence de Monsieur Cyrille Bolloré, et a pris, à l'unanimité de ses membres, la décision de procéder au dépôt de l'Offre. Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, le conseil d'administration a examiné le projet d'Offre en vue de rendre un avis sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

L'ensemble des membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés à cette réunion, à l'exception de M. Sébastien Bolloré, absent et excusé.

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

*« Le Président rappelle que la Société envisage de mettre en œuvre une offre publique d'achat simplifiée de la Société visant 288.607.076 actions de la Société et stipulée à un prix de 5,75 euros par action (dividende complémentaire 2022 attaché<sup>17</sup>) (le « **Prix d'Offre** »), réalisée dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société autorisé par l'assemblée générale mixte du 25 mai 2022 (l'« **Offre** »).*

*Il rappelle que dans ce cadre, préalablement à la réunion, les administrateurs ont notamment pris connaissance :*

- *du communiqué de presse de Bolloré du 14 mars 2023 annonçant le projet d'Offre ;*
- *du projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** »), qui contient notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de Bolloré, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix d'Offre établis par Natixis, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Etablissement Présentateur** ») ;*
- *du projet d'avis motivé préparé par le Comité ad hoc conformément à l'article 261-1, III du RGAMF ; et*
- *du rapport du cabinet A2EF, en qualité d'expert indépendant.*

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

*Le Président rappelle que lors de la séance du 14 mars 2023, conformément à l'article 261-1, III du RGAMF et à l'instruction de l'Autorité des Marchés Financiers n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, le Conseil d'administration a décidé de constituer un comité ad hoc composé de Madame Sophie Johanna Kloosterman, Monsieur Alexandre Picciotto, et Monsieur François Thomazeau, tous trois administrateurs indépendants (le « **Comité ad hoc** »), afin (i) de proposer la nomination d'un expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de cet expert, et*

---

<sup>17</sup> L'assemblée générale mixte des actionnaires de Bolloré se verra proposer le 24 mai 2023 la distribution d'un dividende complémentaire 2022 de 0,04 euro par action, dont la date de détachement serait fixée au 4 juillet 2023 pour une mise en paiement le 6 juillet 2023.

*(iii) de préparer les termes de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre en vue d'émettre une recommandation à l'intention du Conseil d'administration.*

*Il est précisé que les membres pressentis de ce Comité ad hoc ont été informés dès le 10 mars 2023 de l'intention de soumettre leur désignation en tant que membres du Comité ad hoc lors du Conseil d'administration du 14 mars 2023, ainsi que de la mission de ce Comité.*

*A la suite de leur réunion du 10 mars 2023, les membres du Comité ad hoc alors pressentis se sont concertés et ont pris une décision concernant la proposition de l'expert indépendant qu'ils auraient à faire dans le cas où leur désignation en tant que membres du Comité ad hoc serait confirmée par le Conseil d'administration du 14 mars 2023. Après s'être assurés qu'il remplissait bien les critères d'indépendance requis, les membres du Comité ad hoc ont proposé de retenir le cabinet A2EF, au vu de l'expérience de ce cabinet dans des missions similaires, de la composition et des qualifications des membres de l'équipe devant être dédiée à cette mission, des moyens matériels de l'expert et, enfin, de ses conditions de rémunération.*

*Lors de sa réunion du 14 mars 2023, le Conseil d'administration a décidé, à l'unanimité, de suivre la proposition du Comité ad hoc et de désigner le cabinet A2EF, représenté par Madame Bonnet-Bernard (l'« **Expert Indépendant** »), en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1, I., 3° du RGAMF, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.*

## **2. Travaux du Comité ad hoc et interactions avec l'Expert Indépendant**

*Monsieur François Thomazeau, en sa qualité de membre du Comité ad hoc, rend ensuite compte de la mission du Comité ad hoc et résume ci-après succinctement les travaux accomplis par le Comité ad hoc dans ce cadre :*

- le 22 mars 2023 : l'Expert Indépendant a fait une première présentation aux membres du Comité ad hoc et a présenté les méthodes de valorisation privilégiées par ce dernier ;*
- le 3 avril 2023 : l'Expert Indépendant a présenté les premiers éléments chiffrés de ses travaux ;*
- le 14 avril 2023 : en amont du Conseil d'administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre, l'Expert Indépendant a présenté son rapport définitif et sa conclusion.*

*Le Comité ad hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant a disposé de l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il ait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes. Ainsi, le Comité ad hoc n'a pas été informé ou relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant. En particulier, le Comité ad hoc a pris acte des questions et réflexions d'actionnaires qui ont été adressées à l'Expert Indépendant et intégrées dans son rapport.*

*Le détail des interactions entre les membres du Comité ad hoc et l'Expert Indépendant figure de manière exhaustive dans le rapport de l'Expert Indépendant.*

*Dans le cadre de sa mission, l'Expert indépendant a eu accès au plan d'affaires de la Société établi par son management et traduisant la meilleure estimation possible des prévisions de la Société à la date de l'Offre.*

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

*A l'issue des échanges entre le Comité ad hoc et l'Expert Indépendant, tels que rappelés ci-dessus, l'Expert Indépendant a remis son rapport final au Conseil d'administration le 18 avril 2023.*

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

*« Dans ce contexte, les conditions offertes paraissent constituer une position équilibrée entre, d'une part, celle des actionnaires de Bolloré SE qui vont souhaiter bénéficier d'une liquidité à un prix supérieur au plus haut historique<sup>18</sup> sur un marché du titre modestement liquide et, d'autre part, celle des actionnaires qui souhaiteront rester exposés à la valeur de la Société à travers ses participations et à travers le développement futur des divisions opérationnelles (étant rappelé la possible cession de Bolloré Logistics) et bénéficier de la relation en termes de capitaux propres et de résultat.*

*« Sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 5,75 euros par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires qui souhaitent bénéficier d'une liquidité immédiate à un plus haut historique à la date d'annonce de cette Offre. Cette conclusion serait renforcée en cas de réalisation de la cession de la division Bolloré Logistics et de versement du complément de prix de 0,25 euro par action. »*

#### **4. Conclusions et recommandations du Comité ad hoc**

*Le Président indique que le Comité ad hoc s'est réuni le 14 avril 2023 pour finaliser ses conclusions et recommandations sur l'Offre ainsi que les termes de son projet d'avis motivé devant être soumis au Conseil d'administration au regard (i) du rapport définitif de l'Expert Indépendant, et (ii) du Projet de Note d'Information préparé par la Société.*

*Il a constaté que :*

*- Sur l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société et pour la Société :*

- l'Offre représente une opportunité de liquidité pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre, au prix de 5,75 euros par action (dividende complémentaire 2022 de 0,04€ par action Bolloré attaché). Dans l'hypothèse où le dividende complémentaire 2022, dont le montant proposé est de 0,04 euro par action, serait versé préalablement au règlement-livraison de l'Offre, le Prix d'Offre serait ajusté à due concurrence pour être ramené à 5,71 euros par action, étant toutefois précisé que les dates de détachement et de mise en paiement de ce dividende complémentaire 2022 devraient intervenir après le règlement-livraison de l'Offre dans le calendrier envisagé ;*
- dans l'hypothèse où Bolloré recevrait une offre ferme de la société CMA CGM relative à l'acquisition de 100% de la société Bolloré Logistics, d'ici la décision de conformité de l'AMF, le Prix d'Offre serait augmenté d'un complément de prix de 0,25 euro par action Bolloré, dans les conditions mentionnées en Section 1.3 du projet de note d'information (le « **Complément de Prix** »). En cas de réalisation de cette acquisition par CMA CGM, l'Offre représenterait une opportunité de liquidité, pour l'ensemble des actionnaires de Bolloré apportant leurs actions à l'Offre, à un Prix d'Offre qui, en intégrant le Complément de Prix, serait de 6,00 euros par action Bolloré (dividende complémentaire 2022 de 0,04€ par action Bolloré attaché), soit le montant maximum prévu par la 16<sup>ème</sup> résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 25 mai 2022 ;*
- la société Compagnie de l'Odet, qui détient 66,81% du capital et 76,70% des droits de vote théoriques de la Société, a indiqué qu'elle n'avait pas l'intention de participer à l'Offre afin d'en laisser l'entier bénéfice aux autres actionnaires de Bolloré ;*
- le Prix d'Offre extériorise une prime de 12,1% par rapport au cours de clôture du 14 mars 2023 (soit le dernier cours de bourse non affecté par l'annonce de l'Offre) et de 10,2% et de 9,9% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur une période d'un mois et de trois mois (60 jours) avant cette date ;*

<sup>18</sup> « Plus haut historique à la date d'annonce de l'Offre. Depuis lors, le cours a atteint 5,78 euros en clôture le 17 avril 2023 ».

- le Prix d'Offre intégrant le Complément de Prix, soit 6,00 euros par action Bolloré (dividende complémentaire 2022 de 0,04€ par action Bolloré attaché) extériorise une prime de 17,0% par rapport au cours de clôture du 14 mars 2023 (soit le dernier cours de bourse non affecté par l'annonce de l'Offre) et de 15,0% et de 14,7% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur une période d'un mois et de trois mois avant cette date ;
- si les actionnaires composant le flottant de Bolloré, hors Compagnie de l'Odet, les sociétés détenant des actions d'auto-contrôle et M. Vincent Bolloré (et hors auto-détention), apportaient l'intégralité de leurs actions à l'Offre, ils bénéficieraient d'une liquidité sur au minimum environ 30% de leur participation ;
- à l'issue de l'Offre, la société Compagnie de l'Odet maintiendra son contrôle sur la Société, gage d'indépendance et de stabilité pour cette dernière ;
- l'Offre n'affectera pas la politique industrielle, commerciale et financière de la Société, ni sa gouvernance ;
- l'Offre, plafonnée à 9,78% du capital de la Société, n'aura pas de conséquence sur la cotation des actions de la Société sur Euronext Paris ; et
- l'Expert Indépendant a relevé que :

« Le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 5,75 € par action (dividende complémentaire de 0,04€ attaché), fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugé pertinentes :

Références	Valorisation en € expert indépendant	Prime / (décote) sur le prix d'Offre (5,75 €)	Etablissement présentateur	Prime / (décote) sur le prix d'Offre (5,75 €)
<b>Cours de bourse (pré annonce opération)</b>				
- spot	5,13 €	12,1%	5,13 €	12,1%
- moyen pondéré par les volumes 20 jours	5,22 €	10,2%	5,22 €	10,2%
- moyen pondéré par les volumes 60 jours	5,23 €	9,9%	5,23 €	9,9%
- moyen pondéré par les volumes 6 mois			5,03 €	14,3%
- moyen pondéré par les volumes 12 mois			4,84 €	18,8%
- cours maximum historique	5,46 €	5,3%	5,46 €	5,3%
- cours minimum sur 12 mois			4,35 €	32,1%
- objectif de cours des analystes	5,96 €	-3,5%	5,90 €	-2,6%
	(A titre d'information)			
<b>ANR sur la base</b>				
- des valeurs consolidées de Vivendi et UMG	9,33 €	-38,4%		
- des cours de bourse	8,74 €	-34,2%		
- avec une décote de holding de 35%			5,21 €	10,4%
- avec une décote de holding de 30%			5,61 €	2,5%
<b>Référence aux prix de transactions sur le capital</b>			4,70 €	22,4%

« Nous rappelons que ce prix pourrait être augmenté de 0,25 euro par action si le projet de cession de Bolloré Logistics annoncé par la Société aboutissait à un accord dans les conditions indiquées dans le communiqué de presse de Bolloré SE du 18 avril 2023 et conduisait à la cession effective de cet actif (le règlement du complément de prix étant en tout état de cause conditionné à la réalisation définitive de cette cession). A la date du présent rapport, le conseil d'administration de la Société n'a pas encore reçu d'offre ferme de CMA CGM.

« Le prix de 5 milliards d'euros offert à titre indicatif par le candidat acquéreur pour la division est supérieur d'environ 500 millions d'euros à la valeur que nous avons déterminée pour cette division (315 millions après impôts et frais de transaction estimés), ce qui peut s'expliquer par les synergies propres à l'acquéreur :

- *Si l'offre d'acquisition devient une offre ferme à l'issue de la due diligence confirmatoire, le prix offert pour la division devient la référence de valeur de cette dernière, l'ANR augmente de 315 millions d'euros (environ 0,11 euros par action) et la décote offerte par le prix de 6 euros par rapport à cet ANR majoré ressort entre 32,2% (sur base cours de bourse Vivendi et UMG) et 36,4% (sur base valeurs dans les comptes consolidés de Vivendi et UMG) ;*
- *Si l'acquéreur ne remet pas d'offre ferme, l'indication de valeur figurant dans l'offre non engageante ne peut servir de référence de valeur pour la division. »*

[...]

*« Nous observons, à l'issue de nos travaux, que le prix offert fait ressortir :*

- *des primes de 10% à 12% sur les cours de bourse récents de la Société (spot et moyennes 1 à 3 mois) ;*
- *une décote de 34,2% sur l'actif net réévalué par action de la Société déterminé sur la base des cours de bourse des titres cotés détenus (y compris Vivendi et UMG) et de la valeur intrinsèque des divisions opérationnelles ;*
- *une décote de 38,4% sur l'ANR par action déterminé en retenant, pour les participations dans Vivendi et UMG, leur valeur dans les comptes consolidés de Bolloré SE.*

*« Le complément de prix de 0,25 euro s'il était versé conduirait à un prix d'offre de 6 euros par action et réduirait la décote implicite sur l'ANR (intégrant alors le prix de cession de Bolloré Logistics) de 2 points ; la décote s'établirait ainsi dans une fourchette de 32,2% à 36,4%.*

*« L'Offre ne propose pas la pleine valeur de la Société, puisque le prix qu'elle induit présente une décote de 34,2% à 38,4% sur l'actif net réévalué de la Société (hors complément de prix). L'Opération offre cependant aux actionnaires de la Société une liquidité immédiate à un prix supérieur à son plus haut historique à la date d'annonce de l'Offre, et présentant une décote par rapport à l'ANR qui s'inscrit dans le haut de la fourchette des décotes généralement observées sur les holdings cotées sur longue période, et dans le bas de la fourchette des décotes observées actuellement<sup>19</sup>.*

*« Nous rappelons que bien que l'OPAS soit limitée dans le nombre de titres visés, elle peut réduire la liquidité du titre<sup>20</sup>.*

*« Nous rappelons par ailleurs que s'agissant d'une offre initiée par la Société elle-même, c'est elle qui déboursa des liquidités pour racheter ses propres titres. Bien que l'AMF n'ait pas prévu de distinction dans l'expertise indépendante selon le contexte de l'offre, il semble important de considérer également la position de l'actionnaire qui ne participerait pas à la présente Offre<sup>21</sup>. »*

---

<sup>19</sup> « La décote de holding actuellement observée sur les sociétés holdings cotées habituellement étudiées pour expliquer ce type de décote (Eurazeo, Wendel, Altamir, Exor, Groupe Bruxelles Lambert, Peugeot Invest) ressort à 38,9%. »

<sup>20</sup> « L'un des actionnaires significatifs de la Société, le fonds Yacktman, a toutefois annoncé qu'il ne participerait pas à l'Offre. »

<sup>21</sup> « Ainsi, l'APEI dans le Rapport du Groupe de travail « Réflexions sur le prix équitable dans le contexte des offres publiques du 24 octobre 2019 considère : « Dans l'appréciation du caractère équitable, il semble cependant important que l'expert considère également la position de l'actionnaire qui, ne participant pas à l'offre, restera actionnaire d'une société qui aura consacré des liquidités à racheter ses propres titres. » »

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

*« Dans ce contexte, les conditions offertes paraissent constituer une position équilibrée entre, d'une part, celle des actionnaires de Bolloré SE qui vont souhaiter bénéficier d'une liquidité à un prix supérieur au plus haut historique<sup>22</sup> sur un marché du titre modestement liquide et, d'autre part, celle des actionnaires qui souhaiteront rester exposés à la valeur de la Société à travers ses participations et à travers le développement futur des divisions opérationnelles (étant rappelé la possible cession de Bolloré Logistics) et bénéficier de la relation en termes de capitaux propres et de résultat.*

*« Sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 5,75 euros par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires qui souhaitent bénéficier d'une liquidité immédiate à un plus haut historique à la date d'annonce de cette Offre. Cette conclusion serait renforcée en cas de réalisation de la cession de la division Bolloré Logistics et de versement du complément de prix de 0,25 euro par action. »*

- *Sur l'intérêt de l'Offre pour les salariés de la Société :*

- *l'Offre n'aura aucun impact en matière d'effectif, de politique salariale et de gestion des ressources humaines. L'Offre n'aura donc pas d'impact sur l'emploi au sein de la Société.*

*En conclusion de quoi le Comité ad hoc, à l'unanimité de ses membres :*

- *prend acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par la Société dans son Projet de Note d'Information ;*
- *a examiné l'intérêt du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, a considéré qu'il était conforme aux intérêts de chacun et que l'Offre constituait une opportunité de liquidité satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une telle liquidité ;*
- *recommande au Conseil d'administration de se prononcer dans ce sens.*

## **5. Avis motivé du Conseil d'administration**

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

- *des termes de l'Offre,*
- *des motifs et intentions de la Société, et des éléments de valorisation préparés par l'Etablissement Présentateur tels que figurant dans le Projet de Note d'Information,*
- *de l'avis du Comité ad hoc, et*
- *du rapport établi par l'Expert Indépendant sous la supervision du Comité ad hoc, qui conclut que le prix de l'Offre proposé de 5,75 euros par action Bolloré (dividende complémentaire 2022 attaché), est équitable pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, et précise que sa conclusion serait renforcée en cas de réalisation de la cession de Bolloré Logistics et de versement du Complément de Prix ;*

*après en avoir délibéré, le Conseil d'administration décide, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, sur recommandation du Comité ad hoc :*

- *d'approuver l'Offre, en vertu de l'autorisation d'opérer sur ses propres actions qui lui a été conférée par la 16<sup>ème</sup> résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 25 mai 2022, en application de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce, l'Offre qui sera faite aux*

---

<sup>22</sup> *« Plus haut historique à la date d'annonce de l'Offre. Depuis lors, le cours a atteint 5,78 euros en clôture le 17 avril 2023 ».*

*actionnaires de la Société de leur racheter leurs actions, dans la limite d'un nombre maximum de 288.607.076 actions de la Société, dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société approuvé par ladite assemblée générale des actionnaires, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée ;*

- de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité ad hoc ;*
- de considérer à ce titre, et en particulier au regard des éléments relevés dans la recommandation du Comité ad hoc, et que le Conseil d'administration reprend à son compte, que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et en conséquence :*
  - émet un avis favorable sur le projet d'Offre ;*
  - recommande aux actionnaires désireux de profiter de l'opportunité de liquidité permise par le projet d'Offre, d'apporter leurs actions à l'Offre ; et*
  - prend acte du fait que dans l'hypothèse où Bolloré recevrait une offre ferme de la société CMA CGM relative à l'acquisition de 100% de la société Bolloré Logistics, d'ici la décision de conformité de l'AMF, le Prix d'Offre serait augmenté du Complément de Prix. En cas de réalisation de cette acquisition par CMA CGM, l'Offre représenterait une opportunité de liquidité, pour l'ensemble des actionnaires de Bolloré apportant leurs actions à l'Offre, à un Prix d'Offre qui, en intégrant le Complément de Prix, serait de 6,00 euros par action Bolloré (dividende complémentaire 2022 de 0,04€ par action Bolloré attaché), soit le montant maximum prévu par la 16<sup>ème</sup> résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 25 mai 2022 ;*
- d'affecter les actions rachetées dans le cadre de l'Offre à l'objectif d'annulation ;*
- de prendre acte que les sociétés contrôlées par Bolloré détenant des actions d'auto-contrôle, à savoir Imperial Mediterranean (détenant 13.339.838 actions Bolloré représentant 0,45% du capital de Bolloré), Société Bordelaise Africaine (détenant 1.782.900 actions Bolloré représentant 0,06% du capital de Bolloré) et Nord-Sumatra Investissements (détenant 200.100 actions Bolloré représentant 0,01% du capital de Bolloré), n'apporteront pas leurs actions Bolloré à l'Offre ;*
- de prendre acte que la société Compagnie de l'Etoile des Mers a indiqué son intention d'apporter les 9.887.659 actions Bolloré qu'elle détient à l'Offre, représentant 0,34% du capital de Bolloré et 0,39% de ses droits de vote théoriques ;*
- d'autoriser, en tant que de besoin, avec faculté de subdélégation, le Président-Directeur général à l'effet de :*
  - finaliser le Projet de Note d'Information relatif à l'Offre, notamment pour tenir compte, le cas échéant, du potentiel Complément de Prix, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;*
  - préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;*
  - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*
  - plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de*

*la Société, toutes opérations et documents nécessaires ou utiles afférents à la réalisation de l'Offre, en ce compris tout communiqué de presse ».*

## **6. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

A l'occasion du conseil d'administration de Bolloré du 18 avril 2023 :

- M. Cyrille Bolloré, administrateur, a décidé qu'il avait l'intention d'apporter 400.000 actions Bolloré à l'Offre ;
- M. Yannick Bolloré, administrateur, a décidé qu'il avait l'intention d'apporter 280.000 actions Bolloré à l'Offre ;
- M. Cédric de Bailliencourt, administrateur, a décidé qu'il avait l'intention d'apporter 200.000 actions Bolloré à l'Offre ;
- M<sup>me</sup> Chantal Bolloré, administratrice, a décidé qu'elle avait l'intention d'apporter 100.000 actions Bolloré à l'Offre ; et
- M<sup>me</sup> Marie Bolloré, administratrice, a décidé qu'elle avait l'intention d'apporter 30.000 actions Bolloré à l'Offre.

Les autres administrateurs ont indiqué qu'ils n'avaient pas l'intention d'apporter leurs actions à l'Offre.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, le document contenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Bolloré sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon des modalités propres à en assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

**8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION**

8.1. Pour Bolloré

*« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données de la présente note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

M. Cyrille Bolloré  
Président-Directeur général de Bolloré SE

8.2. Pour la présentation de l'Offre

*« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, Natixis, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par Bolloré et les éléments d'appréciation du prix proposé, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

Natixis

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

**Annexe**

Rapport de l'Expert Indépendant



**A2EF**  
ASSOCIÉS EN  
**EVALUATION & EXPERTISE**  
FINANCIÈRE

## RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE  
INITIEE PAR BOLLORE SE SUR SES PROPRES TITRES

## Rapport de l'expert indépendant

Nous avons été sollicités par la société Bolloré SE (ci-après « la Société ») pour apprécier les conditions proposées dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (ci-après « l'Offre » ou « l'OPAS ») qu'elle lance sur ses propres titres.

Cette Offre entre dans les prévisions du programme de rachat autorisé par l'assemblée générale mixte des actionnaires de Bolloré SE du 25 mai 2022. Elle porte sur 288 607 076 actions Bolloré SE, représentant 9,78 % de son capital social. Le prix envisagé est de 5,75 euros par action Bolloré SE (dividende complémentaire de 0,04 euro attaché). Un complément de prix de 0,25 euro par action, portant le prix total à 6 euros par action, pourrait être versé en cas de réalisation définitive de la cession de Bolloré Logistics au groupe CMA CGM, ainsi qu'annoncé par la Société dans son communiqué du 18 avril 2023. A la date du présent rapport, la Société a reçu un courrier d'offre indicative spontanée concernant cet actif, sous réserve du résultat d'une due diligence confirmatoire.

La Société est cotée sur le marché Euronext Paris et appartient à l'indice SBF 120.

La Société nous a approché le 15 février 2023 pour nous exposer les contours de l'opération envisagée et nous demander si nous étions disposés à intervenir en qualité d'expert indépendant. De premières discussions sont intervenues nous permettant de constituer une équipe adaptée aux besoins de la mission et établir la liste des informations nécessaires pour démarrer nos travaux. Le conseil d'administration de la Société a désigné A2EF le 14 mars 2023 sur proposition du comité ad hoc constitué en son sein et a formalisé sa demande dans une lettre de mission signée en date du 14 mars 2023, jointe en annexe 1. Notre propre lettre de mission détaillant nos diligences et nos conditions d'intervention a également été acceptée par la Société le 14 mars 2023.

Notre désignation en qualité d'expert indépendant a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« RGAMF »), et en particulier de l'article 261-1-I 3°, en raison de l'intention de Compagnie de l'Odet, actionnaire de contrôle de Bolloré SE, de ne pas participer à l'Offre si celle-ci était mise en œuvre.

Notre mission (ci-après « la Mission ») consiste à porter une appréciation sur l'équité des conditions offertes aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, au regard de la valeur de la Société telle qu'elle ressort d'une analyse multicritère.

La société A2EF et l'équipe ayant réalisé la Mission sont présentées en annexe 2.

A2EF, ses associés et partenaires déclarent être indépendants au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF. Ils attestent de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu d'eux, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement dans l'exercice de la Mission.

Les travaux que nous avons réalisés au cours de la Mission sont présentés en annexe 3. Nous avons obtenu toute l'information que nous avons estimé utile pour nos travaux.

Nos travaux ont fait l'objet, dans le cadre de nos procédures qualité, d'une revue indépendante conduite par un partenaire n'ayant pas participé à la Mission.

Avant de finaliser notre rapport, nous avons obtenu de la Société une lettre confirmant qu'à sa connaissance tous les documents et informations utiles à l'accomplissement de notre mission nous avaient été communiqués.

Nos travaux sont présentés ci-après selon le plan suivant :

- 1- Description de l'Opération
- 2- Présentation de la Société et analyse de ses comptes
- 3- Evaluation de l'action Bolloré SE
- 4- Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés dans la note d'information
- 5- Réponse aux éventuels courriers reçus d'actionnaires
- 6- Synthèse des travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes

**Annexes :**

- Annexe 1 : Lettre de mission reçue de la Société
- Annexe 2 : Présentation de la société A2EF et de l'équipe
- Annexe 3 : Programme de travail détaillé, personnes rencontrées, documents reçus, temps passés par l'équipe et honoraires prévus
- Annexe 4 : Travaux du contrôleur qualité : description de la mission, du rôle et des diligences effectuées, ainsi que description des garanties d'indépendance dont il bénéficie

## SOMMAIRE

<b>1. Description de l'Opération</b>	<b>4</b>
<b>2. Présentation de la Société et analyse de ses comptes</b>	<b>5</b>
2.1 Présentation de la Société	5
2.2 Analyse des comptes de la Société	9
<b>3. Evaluation de l'action Bolloré SE</b>	<b>14</b>
3.1 Méthodes et paramètres d'évaluation de la Société	14
3.2 Référence au cours de bourse de Bolloré SE	17
3.3 Mise en œuvre de l'évaluation de la Société par la méthode de l'actif net réévalué	20
<b>4. Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés dans la note d'information</b>	<b>44</b>
4.1 Analyse des méthodes écartées	44
4.2 Analyse des méthodes retenues	44
<b>5. Réponse aux courriers reçus d'actionnaires</b>	<b>48</b>
<b>6. Synthèse des travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes</b>	<b>49</b>
6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation	49
6.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre	50

## 1. Description de l'Opération

Ainsi que rappelé dans le projet de note d'information, Bolloré a cédé au groupe MSC le 21 décembre 2022, 100% de sa filiale Bolloré Africa Logistics, regroupant l'ensemble des activités de transport et logistique du groupe Bolloré en Afrique, sur la base d'une valeur d'entreprise nette des intérêts minoritaires de 5,7 milliards d'euros.

A travers la présente Offre, qui porte sur 288.607.076 actions (soit 9,78% de son capital), Bolloré souhaite utiliser une partie de la trésorerie disponible suite à cette cession, en faisant bénéficier les actionnaires d'une opportunité de liquidité.

La société Compagnie de l'Odet, qui détient 66,81% du capital et 76,70% des droits de vote théoriques de Bolloré SE, a fait part de son intention de ne pas apporter sa participation dans Bolloré à l'Offre et demeurera l'actionnaire de contrôle de Bolloré à l'issue de l'Offre.

Le rachat des actions visées par l'Offre s'inscrit dans le cadre du programme de rachat voté par l'assemblée générale des actionnaires de Bolloré du 25 mai 2022, et permettra à la Société de disposer d'actions propres qui pourront être affectées à l'objectif de réduction du capital de la Société par annulation d'actions.

Le prix envisagé est de 5,75 euros par action Bolloré SE (dividende complémentaire de 0,04 euro attaché). Un complément de prix de 0,25 euro par action, portant le prix total à 6 euros par action, pourrait être versé en cas de réalisation définitive de la cession de Bolloré Logistics au groupe CMA CGM, comme annoncé par la Société dans son communiqué de presse du 18 avril 2023. A la date du présent rapport, la Société a reçu de la part du groupe précité un courrier d'offre indicative spontanée à une valeur d'entreprise de 5 milliards d'euros, sous réserve du résultat d'une due diligence confirmatoire. Si cette réserve est levée, nous comprenons qu'une promesse d'achat pourrait être remise par CMA CGM avant la décision de conformité devant être rendue par l'AMF sur l'Offre. Sous réserve de la décision de Bolloré SE d'exercer cette promesse et la signature des accords y afférents à l'issue des procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel compétentes, la cession pourrait être définitivement réalisée après éventuelle obtention d'autorisations réglementaires.

## 2. Présentation de la Société et analyse de ses comptes

### 2.1 Présentation de la Société

Bolloré SE est une société holding qui gère des participations et des investissements financiers, mais exerce également des activités opérationnelles dans trois grands domaines :

- Transport et logistique (Bolloré Logistics),
- Logistique pétrolière
- Industrie avec les divisions Stockage d'électricité, Films et Systèmes.

#### Activités opérationnelles

Bolloré Logistics fait partie des grands groupes de transport dans le monde, avec plus de 14 000 collaborateurs répartis dans 63 pays, en Europe, en Asie, en Amérique et au Moyen-Orient, où il exerce ses activités dans la commission de transport et la logistique. La Société a cédé le 21 décembre 2022 au groupe MSC, les activités africaines exercées au sein de Bolloré Africa Logistics, pour une valeur d'entreprise de 5,7 milliards d'euros. Elle pourrait céder Bolloré Logistics au groupe CMA CGM pour une valeur d'entreprise de 5 milliards d'euros, sous les réserves indiquées plus haut.

Bolloré Energy est un acteur important de la logistique pétrolière et la distribution de produits pétroliers en France et en Europe. Pour faire face à la décroissance structurelle du marché de la distribution pétrolière, Bolloré Energy a mis en place une stratégie de diversification dans le stockage des produits pétroliers, avec notamment le lancement en 2018 de l'activité de la société DRPC (Dépôt Rouen Petit-Couronne), dont il est l'actionnaire majoritaire. Bolloré Energy a également continué d'investir pour développer des carburants alternatifs à partir de colza ou d'huile usagée hydrogénée. En janvier 2022, Bolloré Energy a cédé à l'État sa participation dans la société SFDM (Société Française Donges-Metz) qui opérait, dans le cadre d'une convention d'exploitation, l'oléoduc Donges-Melun-Metz.

Le pôle Industrie rassemble les activités industrielles du Groupe, divisions Systèmes et Films, aux côtés des divisions Stockage d'électricité (Batteries Blue Solutions et Bluebus). Le stockage de l'électricité constitue un axe de développement majeur. Le groupe a mis au point une technologie innovante, la batterie Lithium Métal Polymère (LMP®) produite par Blue Solutions (seule batterie « tout solide » commercialisée au monde). À partir de cette batterie, le Groupe a d'abord développé des activités autour de la voiture électrique, mais aussi la conception et la fabrication de bus électriques ainsi que la commercialisation de solutions de stockage d'énergie en lien avec le développement des énergies renouvelables. Le Groupe a également développé des activités dans la gestion des systèmes de mobilité. La division Systèmes (IER, Automatic systems et Polyconseil) offre des solutions innovantes et de haute technologie et propose un écosystème d'optimisation des flux de personnes, de matériels et de données. La division Films développe des films plastiques ultrafins pour condensateur et des films thermorétractables.

### **Pôle communication**

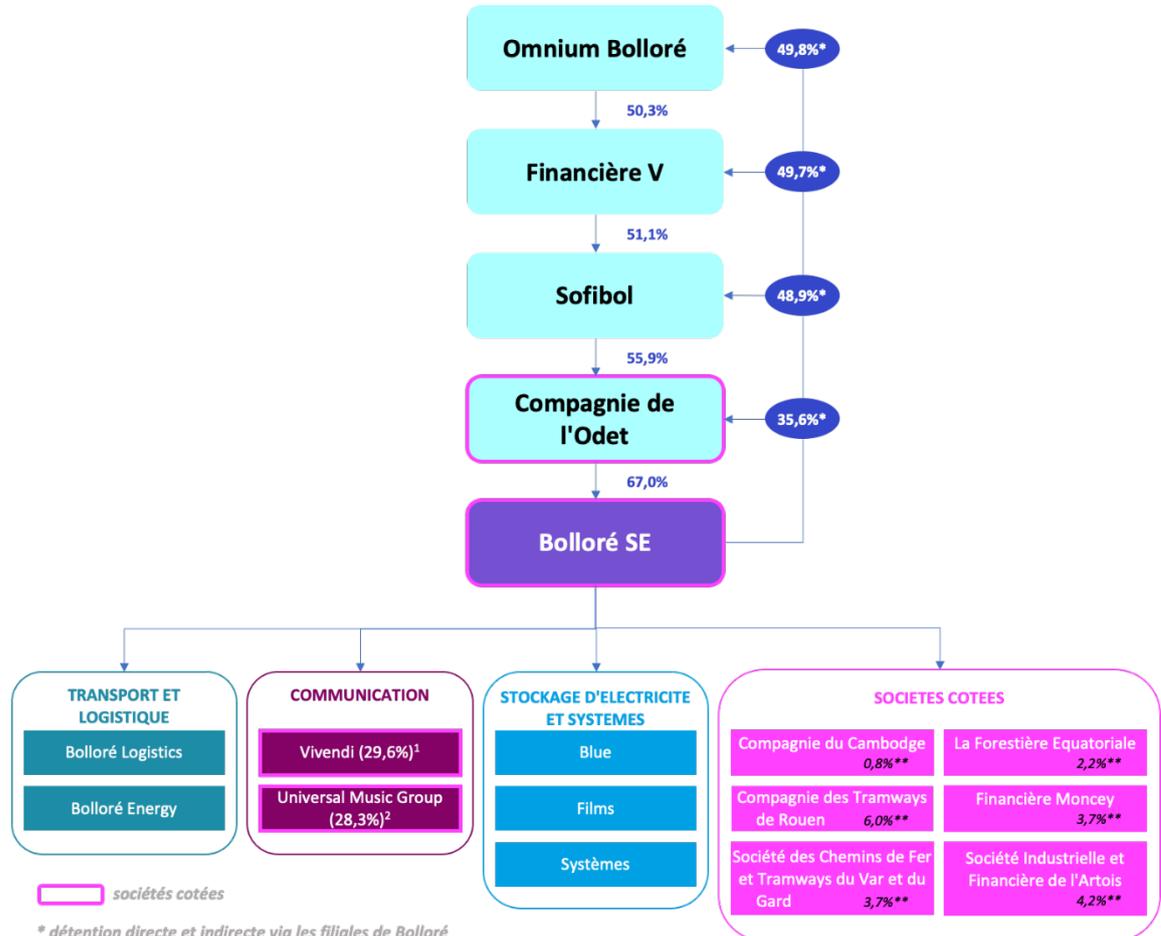
Le groupe est entré dans le capital de Vivendi en septembre 2012, et en est devenu l'actionnaire de référence avec une participation aujourd'hui de 29% du capital. Vivendi est la tête d'un groupe mondial de contenus, de médias et de communication. Il regroupe notamment les activités de Groupe Canal+, numéro 1 de la télévision payante en France, d'Havas, l'un des premiers groupes mondiaux de publicité et de conseil en communication, d'Editis, deuxième groupe d'édition français (aujourd'hui en cours de cession), de Prisma Media, leader des groupes bi-médias de France et de Gameloft, leader dans les jeux vidéo sur mobile. Vivendi est intégré globalement dans les comptes consolidés de la Société depuis avril 2017.

Vivendi avait mené avec succès, en septembre 2021, la distribution de 60% du capital d'UMG, numéro un mondial de la musique enregistrée, et la cotation de cette dernière sur le marché réglementé d'Euronext à la Bourse d'Amsterdam. Suite à la cotation d'UMG et à la distribution de 60% du capital d'UMG aux actionnaires de Vivendi, Bolloré détient une participation de 18% dans UMG (Vivendi en ayant conservé environ 10% du capital). UMG est mise en équivalence dans les comptes consolidés de la Société.

### **Autres participations financières**

Le groupe détient par ailleurs un autocontrôle important par l'intermédiaire de participations dans les holdings de contrôle de la Société (Omnium, Financière V, Sofibol et Compagnie de l'Odet), ainsi que présenté dans l'organigramme ci-dessous.

La Société gère également un ensemble de participations financières.

**Organigramme au 31 mars 2023 :**


\* détention directe et indirecte via les filiales de Bolloré

\*\* % de capital hors groupe

<sup>1</sup> 29,1% par Compagnie de Cornouaille, filiale à 100% de Bolloré SE et 0,5% par Compagnie de l'odet

<sup>2</sup> 18% par Compagnie de Cornouaille, filiale à 100% de Bolloré SE, 0,3% par Compagnie de l'odet et 10% par Vivendi SE

Nous présentons ci-après une analyse SWOT de l'activité de Bolloré SE :

FORCES	FAIBLESSES
<p><i> Holding </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacité à créer de la valeur grâce à des investissements profitables</li> <li>• Peu d'endettement (situation de cash net)</li> </ul> <p><i> Bolloré Logistics </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Positions fortes dans les secteurs aux volumes croissants (Luxe, cosmétique, pharmacie et Aéronautique)</li> </ul> <p><i> Energie </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Participations dans de nombreux dépôts, maillage important en France</li> </ul> <p><i> Industrie </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Technologie innovante dans le stockage d'électricité, forte capacité de recherche et développement</li> </ul>	<p><i> Holding </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Organigramme complexe</li> <li>• Politique de distribution modeste</li> <li>• Absence de synergies entre les différentes activités</li> </ul> <p><i> Bolloré Logistics </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Taille modeste par rapport aux acteurs majeurs</li> </ul> <p><i> Energie </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Erosion continue de la distribution de produits pétroliers</li> </ul> <p><i> Industrie </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Absence de visibilité sur les activités de stockage d'énergie</li> <li>• Petite taille pour les autres activités</li> </ul>
OPPORTUNITES	MENACES
<p><i> Holding </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Restructuration ou redéploiement envisageables pour mieux absorber les coûts de holding</li> <li>• Simplification envisageable de l'organigramme</li> </ul> <p><i> Bolloré Logistics </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Développement possible dans des pays à fort potentiel (Asie notamment)</li> </ul> <p><i> Energie </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Consolidation possible par achat de fonds de commerce</li> </ul> <p><i> Industrie </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Secteur en forte croissance (batteries)</li> <li>• Synergies entre les activités industrielles au service de la voiture électrique</li> </ul>	<p><i> Holding </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Absence de visibilité sur les éventuels redéploiements futurs et sur l'avenir des investissements dans la Communication</li> </ul> <p><i> Bolloré Logistics </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Forte concurrence d'acteurs de taille beaucoup plus importante</li> </ul> <p><i> Energie </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Renforcement des réglementations à l'encontre des produits pétroliers</li> </ul> <p><i> Industrie </i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Incertitudes sur le marché du stockage d'électricité ainsi que sur la technologie qui s'imposera in fine</li> </ul>

## 2.2 Analyse des comptes de la Société

La Société établit des comptes consolidés selon le référentiel IFRS au 31 décembre de chaque année. Les états financiers consolidés simplifiés sont présentés ci-après :

### Compte de résultat

M€	2021	2022
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>16 640,2</b>	<b>20 676,8</b>
Autres produits	106,1	166,8
Achats et charges externes	(11 959,7)	(15 087,1)
Salaires et charges sociales	(3 417,0)	(3 857,0)
Autres charges	(113,0)	(167,3)
Part résultat MEE opérationnelles	150,8	459,3
<b>EBITDA</b>	<b>1 407,3</b>	<b>2 191,5</b>
<i>% du CA</i>	<i>8,5%</i>	<i>10,6%</i>
Dotations aux amortissements	(564,0)	(689,8)
<b>EBITA</b>	<b>843,4</b>	<b>1 501,7</b>
<i>% du CA</i>	<i>5,1%</i>	<i>7,3%</i>
Dotations aux amortissements acquisitions	(395,9)	(271,2)
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>447,5</b>	<b>1 230,6</b>
<i>% du CA</i>	<i>2,7%</i>	<i>6,0%</i>
Résultat financier	(41,3)	(1 062,2)
Part résultat MEE non opérationnelles	(582,7)	(345,4)
IS	(272,0)	(191,5)
<b>RESULTAT NET activités poursuivies</b>	<b>(448,6)</b>	<b>(368,5)</b>
Activités cédées / en cours de cession	20 672,7	3 092,6
<b>RESULTAT NET CONSOLIDÉ</b>	<b>20 224,0</b>	<b>2 724,0</b>
dont Intérêts minoritaires	14 162,1	(675,8)
dont Part du groupe	6 062,0	3 399,8

Le chiffre d'affaires s'est élevé à 20,7 milliards d'euros en 2022, en croissance de plus de 24% par rapport à 2021 en raison d'une activité exceptionnelle des divisions Bolloré Logistics (+41%) et Logistique Pétrolière (+43%).

Ce montant intègre le chiffre d'affaires réalisé par Vivendi (pôle Communication : 9,6 milliards d'euros en croissance de 10%). Hors Vivendi, le chiffre d'affaires de 11,1 milliards d'euros se répartit de la façon suivante :

- Bolloré Logistics : 7 111 M€
- Logistique pétrolière : 3 599 M€
- Industrie et autres : 376 M€

Le résultat opérationnel s'établit à 1,2 milliard d'euros, dont 0,8 milliard réalisé par le pôle Communication (Vivendi et UMG, dont le résultat de mise en équivalence est intégré au résultat opérationnel).

Hors Vivendi et UMG, le résultat opérationnel de 396,5 M€ se répartit ainsi :

- Bolloré Logistics : 436,5 M€, en croissance de près de 80% par rapport à 2021
- Logistique pétrolière : 141,5 M€, en croissance de près de 90% par rapport à 2021
- Industrie et autres : -181,5 M€, en légère dégradation (de l'ordre de 8 M€) par rapport à 2021

L'EBITDA, calculé par addition du résultat opérationnel et des dotations aux amortissements, est en croissance significative, en liaison avec la hausse de la performance des divisions opérationnelles de Bolloré SE évoquée ci-dessus et en raison du doublement du résultat opérationnel de Vivendi et de la mise en équivalence d'UMG sur une année complète avec un résultat opérationnel qui a augmenté de 15% par rapport à l'année précédente.

Les très bons résultats de la logistique sont liés au niveau très élevé des taux de fret, notamment sur le premier semestre, couplé à un niveau important de volumes transportés (secteur luxe et pharmaceutique).

La logistique pétrolière a, elle, bénéficié des tensions sur l'approvisionnement (guerre en Ukraine, grève des raffineries).

Le pôle Industrie est toujours en déficit, notamment sous l'effet des pertes des divisions Batteries et Films plastiques. Les autres divisions sont globalement quasiment à l'équilibre. Les holdings pèsent par ailleurs sur le résultat opérationnel (frais de holding).

Le résultat financier négatif de près de 1,1 milliard d'euros est quasiment intégralement dû à Vivendi (charge liée à la déconsolidation de Telecom Italia et plus-value de cession de Banijay Group Holding).

La part de résultat dans les sociétés non opérationnelles mises en équivalence est là encore essentiellement liée à la participation détenue par Vivendi dans Telecom Italia (-393 M€).

Les activités cédées et en cours de cession concernent essentiellement la cession de Bolloré Africa Logistics intervenue le 21 décembre 2022. Elle apparaît sur la ligne Activités cédées pour un montant de près de 3,4 milliards d'euros. Le reclassement des titres Editis détenus par Vivendi en activité en cours de cession explique le solde de -0,3 milliard d'euros. En 2021, cette ligne était quasi intégralement due à la déconsolidation d'UMG, suite à son introduction en bourse.

Au total, le résultat net consolidé s'établit à 2,7 milliards d'euros, dont une perte de 1,1 milliard d'euros concernant Vivendi.

Hors Vivendi, le résultat net est un bénéfice de 3,86 milliards d'euros dont 3,39 milliards au titre de la cession de Bolloré Africa Logistics.

On note une part des minoritaires dans le résultat net de -675,8 millions d'euros, dont -767 millions concernant Vivendi et 91,2 millions le périmètre Bolloré SE hors Vivendi.

Le résultat net part du groupe du périmètre Bolloré SE hors Vivendi s'établit ainsi à 3,77 milliards d'euros.

### Structure bilantielle

Le bilan consolidé simplifié de la Société est présenté ci-après :

#### Bilan

M€	2021	2022
Goodwill	8 941,2	7 822,2
Actifs de contenus courants et non courants	1 196,4	1 381,7
Immobilisations incorporelles	4 688,5	3 606,1
Immobilisations corporelles	3 603,9	2 572,1
Actifs financiers	25 694,7	24 582,5
<b>Actif immobilisé</b>	<b>44 124,7</b>	<b>39 964,6</b>
Stocks	596,2	605,0
Créances	7 302,0	6 602,4
Autres créances	636,1	668,5
Dettes fournisseurs	(9 595,3)	(9 011,9)
Dettes fiscales	(209,9)	(131,5)
<b>BFR</b>	<b>(1 271,0)</b>	<b>(1 267,6)</b>
Provisions R&C	(1 665,5)	(1 375,8)
Autres dettes	(2 140,6)	(1 567,6)
Impôts différés actifs	320,3	319,1
Impôts différés passifs	(1 106,8)	(1 188,5)
Activités en cours de cession	0,0	605,7
<b>Autres éléments</b>	<b>(4 592,6)</b>	<b>(3 207,0)</b>
Disponibilités	4 652,4	7 901,5
Emprunts	(8 495,5)	(6 824,0)
<b>Endettement net</b>	<b>(3 843,1)</b>	<b>1 077,6</b>
<b>ACTIF NET</b>	<b>34 418,0</b>	<b>36 567,5</b>
Intérêts minoritaires	14 939,1	13 298,2
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>19 478,9</b>	<b>23 269,4</b>

Les goodwills sont essentiellement relatifs à Vivendi (à hauteur de 7,2 milliards d'euros en 2022 et 7,9 milliards d'euros en 2021).

Hors Vivendi, le goodwill se répartit ainsi :

- Bolloré Logistics : 527,7 M€ (vs. 945,3 M€ en 2021 avant cession de l'activité africaine)
- Logistique pétrolière : 88,6 M€
- Industrie et autres : 22,2 M€

Les actifs de contenus ne concernent que les activités de Vivendi.

Les immobilisations incorporelles sont relatives à Vivendi à hauteur de 95% en 2022 (75% en 2021 qui contenait notamment les concessions de l'activité de logistique en Afrique).

Hors Vivendi et depuis la cession de Bolloré Africa Logistics, les incorporels comprennent essentiellement des frais de développement et autres incorporels.

Depuis la cession de l'activité de logistique en Afrique, les immobilisations corporelles du périmètre Bolloré SE hors Vivendi s'établissent à près d'1 milliard d'euros et concernent des terrains et constructions, des installations et matériels et des droits d'utilisation d'actifs loués.

Les actifs financiers (y compris part courante) comprennent essentiellement :

- Les titres mis en équivalence pour 14,9 milliards d'euros, dont 7,75 milliards d'euros sur le périmètre Bolloré SE hors Vivendi. Ce montant de 7,75 milliards d'euros est constitué de la participation de 18% que Compagnie de Cornouaille, filiale de Bolloré SE, détient dans UMG (7,47 milliards), d'une participation dans Socfin (0,26 milliards d'euros) et de diverses participations peu significatives individuellement
- Les autres actifs financiers pour 9,6 milliards d'euros, dont 7,3 milliards d'euros sur le périmètre Bolloré SE hors Vivendi. Ce montant de 7,3 milliards d'euros est constitué principalement de titres cotés (notamment des titres Compagnie de l'Odet pour 3,25 milliards d'euros au cours du 31 décembre 2022 et d'autres titres pour un montant global de 0,04 milliard d'euros) et de titres non cotés (essentiellement les titres détenus par le périmètre Bolloré SE hors Vivendi dans les holdings de contrôle situées au-dessus de Compagnie de l'Odet pour 3,9 milliards d'euros). Ces titres sont comptabilisés à la juste valeur avec les variations de juste valeur enregistrées en capitaux propres. Le solde du poste (environ 0,11 milliard d'euros) est constitué de dépôts et créances

Les postes de BFR conduisent à un excédent de fonds de roulement sur le périmètre intégrant Vivendi. Hors Vivendi, il s'agit d'un besoin de l'ordre de 0,4 milliard d'euros, essentiellement sur les divisions Logistique et Energie.

Les provisions pour risques et charges intègrent la provision pour retraite (66 M€ sur le périmètre hors Vivendi) et différents litiges (324 M€ sur le périmètre hors Vivendi).

Les autres dettes comprennent notamment les dettes de location comptabilisées selon IFRS 16 pour 966 M€ (dont 226 M€ relatif au périmètre hors Vivendi) et des engagements de rachat de minoritaires pour 263 M€ (dont 17 M€ relatif au périmètre hors Vivendi). Le solde du poste (338 M€) est essentiellement relatif à Vivendi.

Les activités en cours de cession concernent le périmètre Vivendi et correspondent aux actifs et passifs d'Editis reclassés sur les lignes Actifs et Passifs en cours de cession.

L'endettement financier net est en position de cash net. Hors Vivendi, le cash net s'élève à 2,1 milliards d'euros.

Les capitaux propres consolidés part du groupe s'établissent à 23,3 milliards d'euros. Ils intègrent une valeur au titre de Vivendi de l'ordre de 5 milliards d'euros.

## Capital

Le capital de la Société est composé au 31 mars 2023 de 2 951 154 374 actions de 0,16 € de valeur nominale. La Société détient 2 392 924 actions propres à cette date.

Le conseil de la Société a approuvé par ailleurs l'attribution de 7 393 000 actions gratuites<sup>1</sup> (non encore émises).

## Actionnariat

Au 31 mars 2023, la répartition du capital et des droits de vote est la suivante :

ACTIONNAIRES	Nombre d'actions	%	Droits de vote	%
Compagnie de l'Odé	1 971 602 584	66,81%	3 840 161 271	76,98%
Imperial Mediterranean	13 339 838	0,45%		
Compagnie de l'Etoile des Mers	9 887 659	0,34%	19 775 318	0,40%
Société Bordelaise Africaine	1 782 900	0,06%		
Nord-Sumatra Investissements	200 100	0,01%		
Bolloré Participations SE	153 500	0,01%	307 000	0,01%
Financière V	21 400	0,00%	42 800	0,00%
Sofibol	21 400	0,00%	42 800	0,00%
Omnium Bolloré	2 508	0,00%	5 016	0,00%
Vincent Bolloré	5 372 900	0,18%	7 747 500	0,16%
Cyrille Bolloré	654 100	0,02%	1 032 200	0,02%
<b>Total Groupe Bolloré</b>	<b>2 003 038 889</b>	<b>67,87%</b>	<b>3 869 113 905</b>	<b>77,557%</b>
Yacktman Asset Management LP	204 032 176	6,91%	204 032 176	4,09%
Orfim	155 169 347	5,26%	310 338 694	6,22%
Public	586 521 038	19,87%	605 227 637	12,13%
<b>Total hors Groupe</b>	<b>945 722 561</b>	<b>32,05%</b>	<b>1 119 598 507</b>	<b>22,443%</b>
Auto-détention	2 392 924	0,08%		
<b>TOTAL</b>	<b>2 951 154 374</b>	<b>100,00%</b>	<b>4 988 712 412</b>	<b>100,00%</b>

<sup>1</sup> Hors 60 0000 actions annulées

### 3. Evaluation de l'action Bolloré SE

#### 3.1 Méthodes et paramètres d'évaluation de la Société

Nous avons procédé à notre propre évaluation de la société Bolloré SE conformément à la recommandation de l'AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, modifiée le 10 février 2020, pour apprécier le prix de 5,75 € offert par action. Cette évaluation repose sur une approche multicritère qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation.

L'essentiel de la valeur de la Société est constitué de ses participations directes et indirectes dans Vivendi, UMG et dans ses holdings de contrôle, ainsi que de la valeur de ses activités opérationnelles (Bolloré Logistics, Energie et Industrie).

Vivendi est consolidée par intégration globale depuis le 26 avril 2017 en raison du poids actionnarial de Bolloré SE, unique actionnaire de référence de Vivendi, dans un contexte actionnarial très dispersé, et d'autres faits et circonstances indiquant la capacité de la Société à diriger les activités pertinentes de Vivendi (cf. document de référence 2017 de Bolloré SA, note annexe 1 page 165).

UMG est mise en équivalence dans les comptes de Bolloré SE depuis l'introduction en bourse de cette dernière, le 21 septembre 2021.

Après discussion avec la Société, nous comprenons que Bolloré SE n'intervient pas dans le processus d'établissement et d'approbation du budget et des plans d'affaires par division de Vivendi, cette dernière ayant ses propres organes de validation budgétaire ; la Société ne collecte le plan d'affaires de Vivendi que pour les besoins des impairment tests. La Société n'intervient pas non plus dans le processus budgétaire d'UMG.

Vivendi et UMG étant des sociétés dont le cours de bourse est très liquide et qui font l'objet d'un suivi actif de la part de quatorze analystes chacune (brokers et bureaux d'analyse), nous avons valorisé à titre principal ces sociétés sur la base de leurs cours de bourse à la date du présent rapport. Nous avons également retenu la valeur de ces deux sociétés dans les comptes consolidés de Bolloré SE.

##### 3.1.1 Références et méthodes d'évaluation écartées

Après étude, nous avons écarté les références et méthodes suivantes :

##### Référence à l'actif net comptable

A titre d'information, les capitaux propres consolidés part du groupe s'établissent à 23 269,4 M€ au 31 décembre 2022, la valeur comptable par action s'élève ainsi à 7,93 euros (hors autocontrôle). Le prix d'Offre de 5,75 euros fait apparaître une décote de 27,5% par rapport à la valeur comptable par action.

Nous n'avons pas retenu l'actif net comptable en tant que tel, mais l'avons analysé dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode de l'actif net réévalué, retenue à titre principal.

Rappelons que l'actif net comptable est en grande partie comptabilisé à la juste valeur (titres détenus dans les holdings de contrôle) ou à des valeurs de marché récentes (titres UMG comptabilisés en septembre 2021 à la valeur de l'introduction en bourse et mis en équivalence depuis lors). La participation dans Vivendi est par ailleurs consolidée dans les comptes.

#### Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (méthode des Discounted Cash-Flow ou DCF)

La Société n'établissant pas de plan d'affaires global, la méthode DCF ne peut pas être mise en œuvre sur la Société prise dans son ensemble. Nous l'avons mise en œuvre en revanche sur chacune des divisions opérationnelles dans le cadre de l'actif net réévalué (à titre principal).

#### Méthode des multiples observés sur des sociétés ou des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer les multiples issus d'un échantillon de sociétés cotées ou de sociétés cibles de transactions intervenues dans le même secteur d'activité, aux agrégats de la Société. S'agissant d'une société holding, la référence à des multiples de sociétés du secteur n'a pas de pertinence. Nous retenons en revanche cette méthode pour évaluer chacune des divisions opérationnelles de la Société (à titre de recoupement).

#### Référence aux transactions récentes sur le titre

Pour information, nous observons que Bolloré SE et sa maison-mère Compagnie de l'Odet ont acquis respectivement 2 392 924 et 103 043 897 actions sur l'année 2022, à des prix compris entre 4,36 euros et 4,84 euros par action (prix moyen de 4,46 euros pour les achats réalisés par Bolloré SE et 4,70 euros pour les achats réalisés par Compagnie de l'Odet). Ces transactions ont été réalisées au cours de bourse et n'apportent pas plus d'information que le cours lui-même.

#### Méthode du rendement du dividende

La Société verse un dividende de 0,06 euro par action depuis 2015. Nous ne retenons pas cette méthode qui dépend fortement de la politique de distribution des sociétés et qui sous-valorise celles dont le pay-out ratio est faible.

A titre d'information, la méthode du rendement, qui consiste à capitaliser le dividende distribué par la société évaluée au taux de rendement du marché de référence<sup>2</sup>, conduit à une valeur de l'action Bolloré SE de 2 euros.

### 3.1.2 Références et méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu à titre principal, la référence au cours de bourse et la méthode de l'actif net réévalué.

#### Cours de bourse

La Société est cotée et appartient à l'indice SBF 120. Elle dispose d'une certaine liquidité avec environ 700 000 titres échangés par jour.

#### L'Actif Net Réévalué

S'agissant d'une holding, nous avons retenu à titre principal l'actif net réévalué (ANR). Cette méthode consiste à réévaluer les actifs et passifs de la Société afin d'en extérioriser les plus ou moins-values latentes. Nous n'avons pas retenu de capitalisation de frais de holding dans la détermination de l'ANR, ces frais venant expliquer une partie de la décote existant entre la valeur de marché de la Société et l'ANR. Les modalités de réévaluation des actifs et des passifs de la Société sont présentées en détail en partie 3.3 ci-après.

### 3.1.3 Données de référence de la Société

#### Nombre de titres

Le capital de la Société est composé de 2 951 154 374 actions en circulation au 31 mars 2023. La Société détient 2 392 924 actions propres au 31 mars 2023. Le groupe détient également 15 322 838 actions d'auto-contrôle. Le conseil de la Société a approuvé par ailleurs l'attribution de 7 393 000 actions gratuites (non encore émises).

Nous retenons dans nos travaux un nombre de 2 956 153 950 actions, hors auto-détention, mais y compris auto-contrôle valorisé dans l'actif net.

---

<sup>2</sup> Le taux de rendement a été calculé sur la base du montant des dividendes annualisés sur l'année 2022 distribué par les sociétés du SBF 120, rapporté à la capitalisation boursière en moyenne 1 an des sociétés du SBF 120. Il s'établit à 3,0% à fin 2022.

### 3.2 Référence au cours de bourse de Bolloré SE

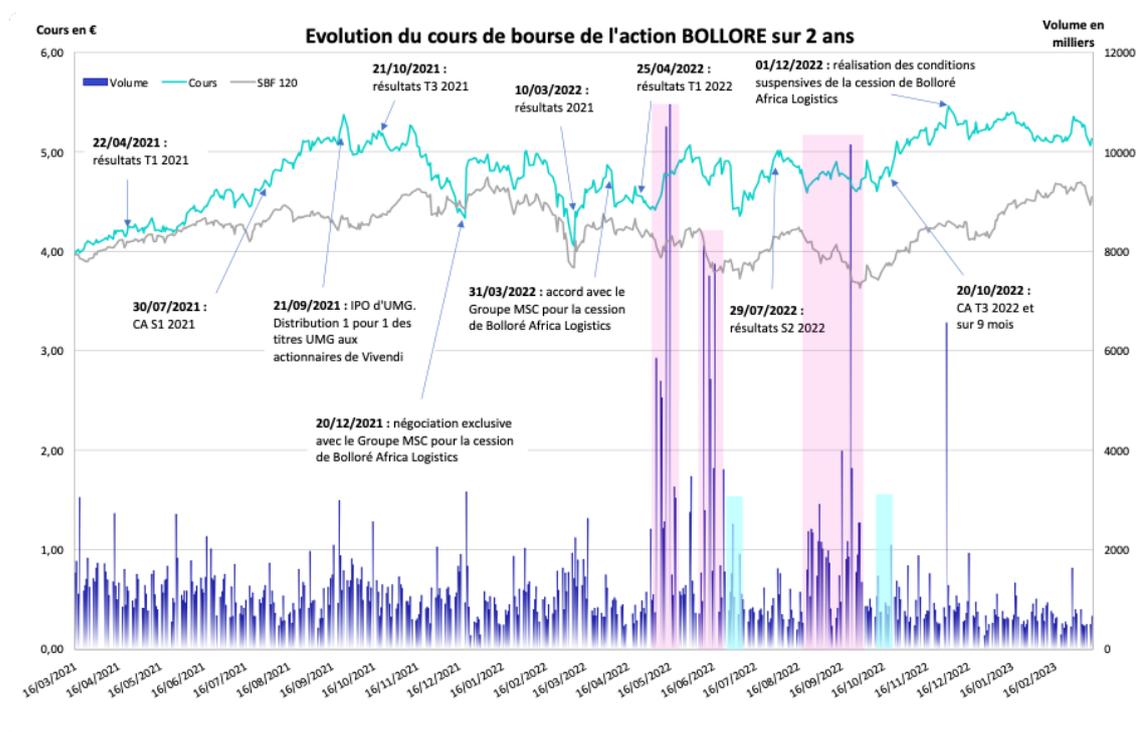
Les titres de la Société sont cotés sur le compartiment A du marché Euronext Paris. Le titre est présent dans l'indice SBF 120.

Nous avons étudié le cours de Bolloré SE jusqu'à la date de publication de son communiqué du 14 mars 2023 annonçant la présente Offre au prix de 5,75 euros.

A cette date, les taux de rotation du capital et du flottant sur les douze derniers mois s'établissent respectivement à 11,2% et 34,8% ; il existe ainsi une certaine liquidité du titre, comme le montre le tableau suivant :

Liquidité - 14/03/2023	en milliers
Moyenne volume 20 jours	608,2
Moyenne volume 60 jours	666,1
Moyenne volume 120 jours	874,3
Somme volume 240 jours	329 193
NOSH	2 932 674
Flottant	32%
Rotation du capital 240 jours	11,2%
Rotation du flottant 240 jours	34,8%

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse du titre depuis 2 ans :



Surlignage rose : périodes d'achats de titres par Compagnie de l'Odet  
 Surlignage bleu : périodes d'achats de titres par Bolloré SE

Le cours a continuellement augmenté depuis mi-mars 2021, notamment avec l'annonce des résultats du 1<sup>er</sup> semestre 2021 le 30 juillet 2021, passant de 3,97 € le 16 mars 2021 (son point le plus bas depuis 2 ans pré-annonce du 14 mars 2023) à 5,07 € le 20 septembre 2021.

Après l'annonce de l'IPO d'UMG et la distribution de 1 action Vivendi pour 1 action UMG le 21 septembre 2021, le cours bondit à 5,38 € le 24 septembre 2021 avant de repasser sous les 5 € la semaine suivante.

Le cours va néanmoins continuer à progresser jusqu'au 22 octobre 2021 à 5,19 € avant de baisser à nouveau à 5,01 € malgré l'annonce des bons résultats du groupe.

Après avoir atteint 5,26 € le 12 novembre 2021, le cours va chuter dans un environnement mondial de durcissement des politiques monétaires, jusqu'au 20 décembre 2021 (cours à 4,33 €). A cette date, l'annonce de négociations exclusives avec le groupe MSC pour la cession de Bolloré Africa Logistics entraîne un rebond du cours jusqu'à 4,94 € le 27 décembre 2021, il oscillera ensuite entre 4,63 € et 5,02 € jusqu'à l'invasion de l'Ukraine par la Russie le 24 février 2022. Le titre chute alors pour atteindre 4,06 € le 8 mars 2022.

L'annonce des résultats 2021, le 10 mars 2022, a un impact positif sur le cours qui grimpe jusqu'à 4,87 € le 1<sup>er</sup> avril 2022 avant de stagner entre 4,45 € et 4,65 € jusqu'à début mai 2022.

Le cours va ensuite évoluer de mai à octobre 2022 entre 4,35 € et 5,07 €. Pendant cette période, des mouvements importants sur le capital vont intervenir :

- Entre mai et août 2022, la Compagnie de l'Odet a racheté 103,6 millions d'actions Bolloré SE, représentant 3,5% du capital, pour 485 M€.
- La Société a également racheté, en juillet et octobre 2022, 2,5 millions de ses propres titres pour 10,7 M€, représentant 0,08% du capital.

A partir de l'annonce du chiffre d'affaires des 9 premiers mois de l'année 2022, le cours va progresser passant de 4,75 € jusqu'à 5,46 € le 1<sup>er</sup> décembre 2022, date à laquelle est annoncée la réalisation des conditions suspensives de la cession de Bolloré Africa Logistics (point le plus haut pré-annonce du 14 mars 2023). Le cours va ensuite diminuer progressivement à 5,13 € le 16 décembre 2022 puis s'inscrire entre 5,07 € et 5,40 € jusqu'à l'annonce de l'Offre le 14 mars (post bourse) où le cours clôturera à 5,13 €.

Depuis l'annonce de l'Offre par l'Initiateur, le cours s'est maintenu à un niveau proche du prix de l'Offre, évoluant entre 5,56 et 5,78 € en clôture.

#### Analyse des primes implicites de l'Offre par rapport aux cours de bourse historiques avant l'annonce de l'opération :

Le prix d'Offre de 5,75 € euros par action fait ressortir une prime de 12,1% par rapport au cours spot de 5,13 € du 14 mars 2023, avant annonce de l'Offre.

Il fait également ressortir des primes par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur les périodes 20 jours et 60 jours, comprises entre 9,9% et 10,2%.

Cours	14/03/2023	Prime / Offre 5,75 €
spot	5,13 €	12,1%
20 jours	5,22 €	10,2%
60 jours	5,23 €	9,9%
120 jours	5,11 €	12,5%
2 ans	4,75 €	21,1%
+haut (240 jours)	5,46 €	5,3%
+bas (240 jours)	4,35 €	32,1%

#### Analyse des objectifs de cours des analystes suivant le titre

Bolloré SE fait l'objet de suivi régulier par 4 bureaux d'analyse : CIC, Oddo, Kepler et Alpha Value. Les derniers objectifs de cours publiés avant l'annonce de l'Offre étaient en moyenne de 5,96 euros.

Analystes	DATE	TP
CIC	06/02/2023	5,70 €
ODDO	22/12/2022	6,60 €
KEPLER	30/11/2022	6,00 €
ALPHA VALUE	21/10/2022	5,52 €
<b>MOYENNE</b>		<b>5,96 €</b>

Depuis l'annonce de l'Offre, ces 4 bureaux d'analyse ont publié une note dont les objectifs de cours sont en moyenne de 6,28 € (entre 6 et 6,60 euros).

### 3.3 Mise en œuvre de l'évaluation de la Société par la méthode de l'actif net réévalué

Les différents actifs détenus par la Société ont été évalués selon leurs spécificités propres.

Nous présentons successivement l'évaluation de Vivendi (§3.3.1), d'UMG (§3.3.2), des divisions opérationnelles (§3.3.3), puis des autres actifs (§3.3.4) et enfin l'actif net réévalué de Bolloré SE (§3.3.5).

#### 3.3.1 Evaluation de Vivendi

Bolloré SE détient une participation dans Vivendi de 29% du capital.

Cette participation a été évaluée sur la base du cours de bourse de Vivendi à titre principal ; les objectifs de cours des analystes ont été retenus à titre d'information. Nous présentons également l'actif net réévalué de Bolloré SE en retenant Vivendi pour sa valeur dans les comptes consolidés de la Société.

Nous observons que la valeur de Vivendi dans les comptes de Bolloré SE est nettement supérieure à la quote-part de capitalisation boursière de Vivendi détenue par Bolloré. Pour rappel, depuis l'introduction en bourse d'UMG, les capitaux propres part du groupe de Vivendi se sont maintenus (ils s'établissent à 17,4 milliards d'euros fin 2022), alors que la capitalisation boursière avait chuté le jour de l'introduction en bourse d'UMG, prenant en compte la distribution d'une action UMG par action Vivendi. On observe ainsi une décote moyenne de plus de 40% entre capitaux propres part du groupe et capitalisation boursière de Vivendi, depuis l'introduction en bourse d'UMG.

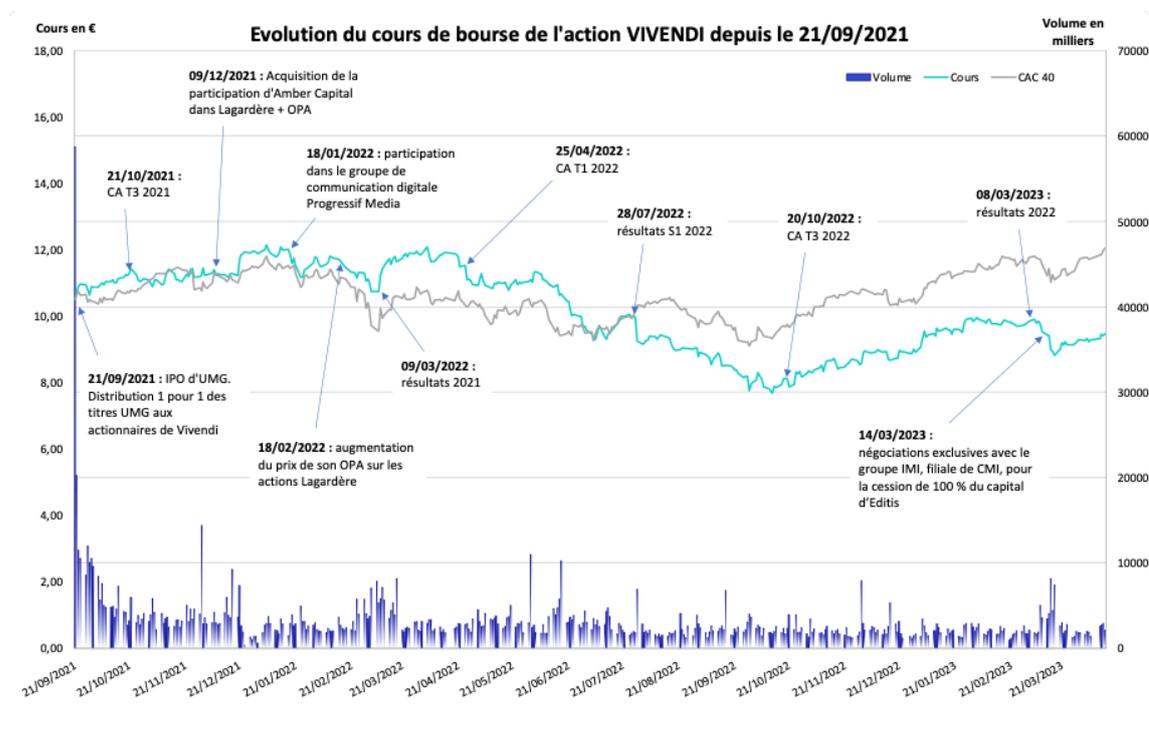
Nous n'avons pas mis en œuvre d'analyse DCF sur Vivendi, la Société n'intervenant pas dans le processus d'établissement du plan d'affaires de Vivendi et n'ayant pas d'accès direct au management opérationnel des divisions de cette dernière.

Compte tenu de la liquidité du titre et du suivi actif effectué par les analystes, nous n'avons pas mis en œuvre de méthode intrinsèque (DCF ou ANR) sur la base de consensus de marché, ni de multiples de marché, méthodes qui n'auraient pas apporté d'information supplémentaire par rapport aux objectifs de cours des analystes.

##### 3.3.1.1 Analyse du cours de bourse de Vivendi

Le titre Vivendi est coté depuis 1995 sur le compartiment A du marché Euronext Paris. Il est présent dans l'indice CAC 40.

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse du titre Vivendi depuis l'introduction en bourse d'UMG le 21 septembre 2021 jusqu'à la date de notre rapport :



Le jour de l'introduction en bourse de la société UMG, le cours de Vivendi s'établit à 10,50 € contre 31,53 € la veille, suite à la distribution aux actionnaires de Vivendi d'1 action UMG pour 1 action Vivendi.

Le titre va ensuite progresser à 11,29 € le 9 décembre 2021, date de l'annonce de l'acquisition de la participation d'Amber Capital dans la société Lagardère et du projet d'OPA sur cette dernière. Le titre va stagner jusqu'au 20 décembre 2021 avant de décoller pour atteindre son point le plus haut sur la période à 12,15 € le 5 janvier 2022.

A partir de mi-janvier 2022, le cours entamera une baisse, amplifiée par l'augmentation du prix de son OPA sur les actions Lagardère et le début de la guerre en Ukraine, qui se poursuivra jusqu'au 8 mars 2022, date à laquelle le titre atteindra 10,74 €.

Le titre progressera ensuite, sous l'effet de l'annonce le 9 mars 2022 des résultats 2021, pour atteindre 12,10 € le 4 avril 2022 avant de débuter une baisse progressive, malgré les bons résultats annoncés ; il atteindra son point le plus bas sur la période à 7,69 € le 12 octobre 2022.

Sous l'impulsion de l'annonce de la progression du chiffre d'affaires du 3<sup>ème</sup> trimestre 2022, le cours va progresser jusqu'au 30 janvier 2023 pour atteindre 9,95 €. Il va ensuite se stabiliser entre 9,71 € et 9,90 € jusqu'au 8 mars 2023, avant de baisser suite à l'annonce des résultats 2022 et des négociations exclusives avec le groupe IMI, filiale de CMI, pour la cession de 100% du capital d'EDITIS. Le titre atteindra ainsi 8,83 € le 17 mars 2023 avant de progresser à nouveau à 9,30 € fin mars 2023. Depuis lors, il évolue entre 9,23 et 9,47 €.

Comme le graphique ci-dessous le montre, la liquidité du titre Vivendi est élevée, et régulière, avec près de 3,2 millions de titres échangés quotidiennement (depuis l'introduction en bourse d'UMG). Le taux de rotation du flottant s'établit à 97,3% sur un an (rotation du capital : 59,5%).

Cours	14/04/2023	Liquidité - 14/04/2023	en milliers
spot	9,47 €	Moyenne volume 20 jours	2 486,1
20 jours	9,17 €	Moyenne volume 60 jours	2 392,7
60 jours	9,51 €	Moyenne volume 120 jours	2 272,1
120 jours	9,19 €	Somme volume 240 jours	606 545
240 jours	9,42 €	NOSH	1 019 165
Depuis le 21/09/2021	10,36 €	Flottant	61%
+haut (240 jours)	11,35 €	Rotation du capital 240 jours	59,5%
+bas (240 jours)	7,69 €	Rotation du flottant 240 jours	97,3%

Compte tenu de la liquidité du titre et de l'évolution régulière du cours, nous privilégions les cours les plus récents et retiendrons la moyenne 20 jours pondérée des volumes dans l'analyse de l'ANR ; l'ANR calculé à partir du cours spot des sociétés cotées sera également mentionné.

### 3.3.1.2 Analyse des objectifs de cours des analystes suivant le titre

Le titre Vivendi est suivi de façon régulière par 14 brokers ou bureaux d'analyse. Le tableau ci-dessous présente les objectifs de cours des analystes ayant publié un rapport suite à la publication des comptes 2022.

Analystes	DATE	TP
JP MORGAN	21/03/2023	12,70 €
HSBC	16/03/2023	12,00 €
SG	16/03/2023	12,00 €
KEPLER	15/03/2023	12,00 €
BOFA	15/03/2023	11,50 €
Barclays	14/03/2023	12,30 €
Morgan Stanley	13/03/2023	13,60 €
BNP EXANE	10/03/2023	11,00 €
Goldman Sachs	09/03/2023	14,10 €
Credit Suisse	09/03/2023	13,10 €
CIC	09/03/2023	13,50 €
ODDO	09/03/2023	13,50 €
DB	09/03/2023	12,00 €
UBS	08/03/2023	15,40 €
<b>MOYENNE</b>		<b>12,76 €</b>
<b>MEDIANE</b>		<b>12,50 €</b>

Notons qu'il s'agit pour la plupart d'objectifs à 12 mois.

Pour information, la moyenne des derniers objectifs de cours, s'établit à 12,76 euros, comprise dans une fourchette de 11 euros à 15,40 euros, et la médiane à 12,50 euros.

### 3.3.2 Evaluation de UMG

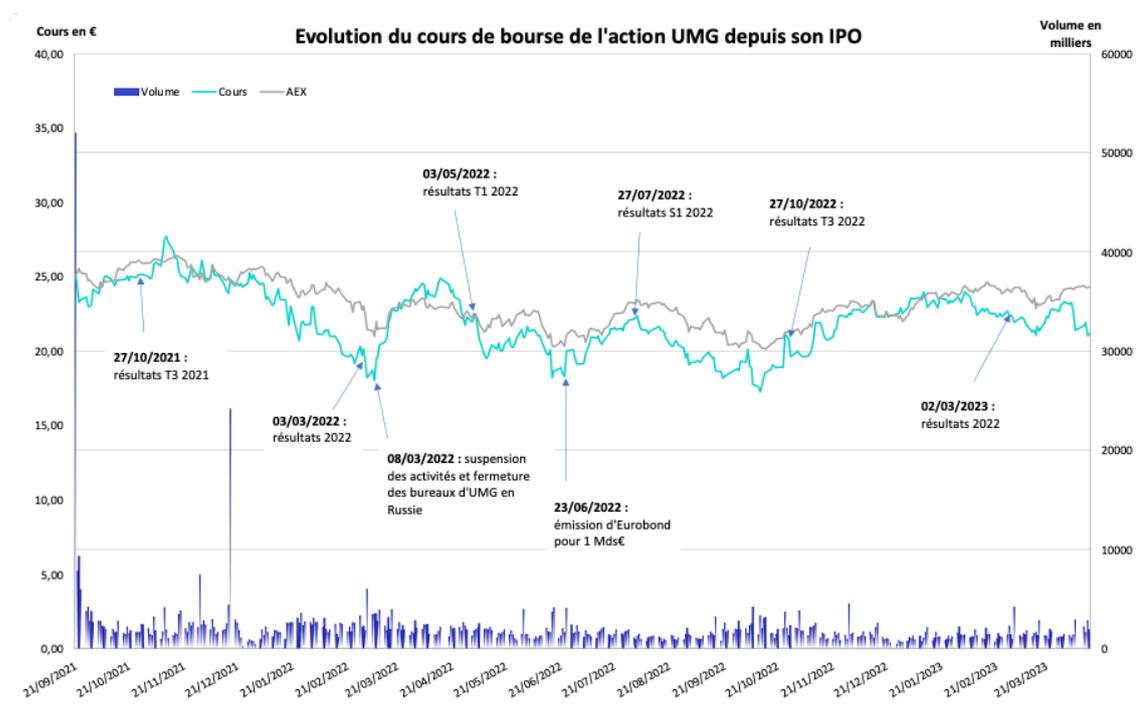
Bolloré SE détient une participation de 18% dans le capital d'UMG.

Cette participation a été évaluée sur la base du cours de bourse d'UMG à titre principal ; les objectifs de cours des analystes ont été retenus à titre d'information. Comme pour Vivendi, nous présentons également l'actif net réévalué de Bolloré SE en retenant UMG pour sa valeur dans les comptes consolidés de la Société (mise en équivalence depuis le 21 septembre 2021).

Compte tenu de la liquidité du titre et du suivi actif effectué par les analystes, nous n'avons pas mis en œuvre de méthode intrinsèque (DCF ou ANR) sur la base de consensus de marché, ni de multiples de marché, méthodes qui n'auraient pas apporté d'information supplémentaire par rapport aux objectifs de cours des analystes.

Le titre UMG est coté sur Euronext Amsterdam depuis le 21 septembre 2021. Il est présent dans l'indice AEX.

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse du titre UMG depuis son introduction en bourse le 21 septembre 2021 jusqu'à la date de notre rapport :



Le jour de l'introduction en bourse de la société, le titre a clôturé à 25,10 €. Il va ensuite baisser à 23 € en une semaine avant d'entamer une progression, avec l'annonce des résultats du 3ème trimestre 2021, pour atteindre son point le plus haut sur la période le 11 novembre 2021 à 27,72 €.

Dans un environnement mondial de durcissement des politiques monétaires avec la remontée des taux et dans le contexte de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, le titre va progressivement diminuer jusqu'à 17,99 € le 8 mars 2022, date d'annonce de la suppression des activités et la fermeture des bureaux d'UMG en Russie. Le cours va ensuite rebondir pour atteindre 24,89 € le 14 avril 2022, plus fortement que son indice de référence, puis rebaisser, malgré l'annonce des résultats du 1er trimestre 2022 le 3 mai 2022, jusqu'à 19,50 € le 10 mai 2022.

Le titre suit ensuite globalement l'évolution de l'indice AEX, il progresse jusqu'à 21,63 € le 2 juin 2022 avant de chuter à nouveau pour atteindre 18,30 € le 23 juin 2022, date de l'annonce de l'émission d'Eurobonds pour 1 milliard d'euros. Le titre va alors repartir à la hausse pour atteindre 22,37 € le 3 août 2022.

Le cours va ensuite baisser avec quelques rebonds et atteindra 17,25 € le 11 octobre 2022, son point le plus bas depuis son introduction en bourse, avant de repartir à la hausse jusqu'à l'annonce des résultats du 3ème trimestre, le 27 octobre 2022, avec un cours à 20,78 €.

Le titre va suivre la tendance haussière du marché jusqu'au 3 février 2023, puis se repliera pour atteindre 22,29 € le 2 mars 2023 après annonce des résultats. Depuis lors, il évolue entre 21,03 € et 23,31 € et s'établit à 21,13 € le 14 avril 2023.

Comme le graphique ci-dessous le montre, la liquidité du titre UMG est élevée, et régulière, avec près de 2 millions de titres échangés quotidiennement (depuis son introduction en bourse). Le taux de rotation du flottant s'établit à 65,4% sur un an (rotation du capital : 20,7%).

Cours	14/04/2023	Liquidité - 14/04/2023	en milliers
spot	21,13 €	Moyenne volume 20 jours	1 637,7
20 jours	22,12 €	Moyenne volume 60 jours	1 483,1
60 jours	22,44 €	Moyenne volume 120 jours	1 472,9
120 jours	22,14 €	Somme volume 240 jours	375 806
240 jours	20,92 €	NOSH	1 813 513
Depuis le 21/09/2021	22,08 €	Flottant	32%
+haut (240 jours)	23,99 €	Rotation du capital 240 jours	20,7%
+bas (240 jours)	17,25 €	Rotation du flottant 240 jours	65,4%

Compte tenu de la liquidité du titre et de l'évolution régulière du cours, nous privilégions les cours les plus récents et retiendrons la moyenne 20 jours pondérée des volumes dans l'analyse de l'ANR ; l'ANR calculé à partir du cours spot des sociétés cotées sera également mentionné.

### Analyse des objectifs de cours des analystes suivant le titre

Le titre UMG est suivi de façon régulière par 14 brokers ou bureaux d'analyse. Le tableau ci-dessous présente les objectifs de cours des analystes ayant publié un rapport suite à la publication des comptes 2022.

Analystes	DATE	TP
BNP EXANE	05/04/2023	19,00 €
UBS	05/04/2023	29,00 €
KEPLER	22/03/2023	25,00 €
BOFA	21/03/2023	31,00 €
JP MORGAN	03/03/2023	29,00 €
DB	03/03/2023	26,00 €
BARCLAYS	03/03/2023	26,60 €
CIC	03/03/2023	24,40 €
SG	03/03/2023	26,00 €
ODDO	03/03/2023	29,50 €
Crédit Suisse	03/03/2023	24,20 €
Citi	02/03/2023	23,50 €
MS	02/03/2023	36,00 €
HSBC	07/02/2023	16,70 €
<b>MOYENNE</b>		<b>26,14 €</b>
<b>MEDIANE</b>		<b>26,00 €</b>

Notons qu'il s'agit pour la plupart d'objectifs à 12 mois.

Pour information, la moyenne des derniers objectifs de cours, s'établit à 26,14 euros, comprise dans une fourchette de 16,70 euros à 36 euros, et la médiane à 26,00 euros.

#### 3.3.3 Evaluation des divisions opérationnelles de Bolloré SE

Nous avons évalué les divisions opérationnelles principalement par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et, à titre d'information, par les méthodes analogiques (multiples de sociétés cotées comparables et de transactions intervenues récemment dans le secteur).

Les plans d'affaires qui nous ont été communiqués ont été préparés par les divisions opérationnelles pour ce qui concerne le budget 2023, budget ensuite approuvé par l'équipe dirigeante, et préparés par l'équipe de management central pour ce qui concerne le plan 2024-2027 (pour les besoins des impairment tests) puis partagés avec les managements opérationnels. Nous avons discuté ces plans avec les divisions opérationnelles (Logistique et Energie) et /ou le management central (Industrie) et nous sommes assurés qu'ils représentaient toujours leurs meilleures estimations de croissance et de rentabilité à la date de nos travaux. Nous avons également discuté de ces plans avec le comité ad hoc.

Concernant les paramètres financiers, nous avons déterminé des taux d'actualisation par division sur la base de données Fairness Finance arrêtées à fin mars 2023 : un taux de rendement de marché (SBF 120) de 8,37% s'analysant en un taux sans risque de 2,79% (OAT 10 ans) et une prime de risque de 5,58%. Les betas ont été déterminés sur la base des échantillons de sociétés comparables par division. Cherchant à déterminer des valeurs d'entreprise par activité, nous avons retenu les betas désendettés (beta de l'actif) et n'avons pas pris en compte de levier financier. Rappelons que la Société est par ailleurs en situation de cash net.

L'activité étant principalement exercée en Europe (sauf la Logistique qui intervient en Asie et au Moyen Orient pour environ 26% de son chiffre d'affaires et environ 16% en Amérique), nous avons généralement retenu un taux de croissance à l'infini égal à la cible d'inflation à moyen-terme de la Banque Centrale Européenne, à 2%. Pour la Logistique, nous avons retenu un taux de 2,5% compte tenu de la croissance des volumes pouvant être anticipée sur l'Asie, et pour le stockage d'électricité, un taux de 3% compte tenu des perspectives de croissance à long-terme sur cette activité.

### 3.3.3.1 Division Bolloré Logistics

Cette division constitue un acteur important dans les métiers de l'organisation du transport de marchandises et de la logistique. L'offre globale de Bolloré Logistics est construite autour d'un savoir-faire regroupant cinq domaines de services : le transport multimodal, la douane et les conformités réglementaires, la logistique, la « global supply chain » et les Projets industriels. La division est présente sur les cinq continents pour répondre à la demande d'importateurs et d'exportateurs, notamment dans les secteurs du luxe, des parfums et cosmétiques, des produits pharmaceutiques ainsi que dans l'aéronautique, le spatial, l'énergie et les produits alimentaires.

La division a bénéficié pendant la crise sanitaire d'une activité soutenue avec le transport de masques, d'équipements, des tests Covid et des vaccins. Cette activité soutenue s'est poursuivie en 2021 et 2022, avec des volumes importants (notamment dans les secteurs Luxe, Cosmétique et Santé) et un taux de fret en très forte hausse.

Le chiffre d'affaires de la division est ainsi passé d'environ 3,5 milliards d'euros en 2018 et 2019 à plus de 5 milliards en 2021 et plus de 7 milliards en 2022. Dans le même temps la marge opérationnelle (avant IFRS 16) est passée de 4% à 4,8% en 2021 et 6% en 2022.

Les taux de fret se sont très nettement repliés depuis l'automne 2022 et le budget 2023 table sur un recul du chiffre d'affaires par rapport à 2022 (mais en croissance par rapport à 2021) et une baisse de la marge à un niveau plus normatif. Le plan 2024-2027 prend ensuite en compte une croissance annuelle modeste, mais une nette amélioration des marges.

Nous comprenons que le début d'année est prometteur avec des volumes importants même si les niveaux de fret sont revenus à des niveaux pré-crise. Ce début d'année ne remet pas en cause le budget 2023.

Ainsi qu'indiqué au paragraphe 1 ci-dessus, la Société a reçu pour cette division une offre indicative spontanée de la part du groupe CMA CGM à une valeur d'entreprise de 5 milliards d'euros, sous réserve du résultat d'une due diligence confirmatoire, puis de l'obtention des autorisations réglementaires requises.

*Evaluation à titre principal par l'actualisation des flux de trésorerie (DCF)*

Nous avons repris le plan d'affaires tel qu'il nous a été présenté par le management opérationnel. La croissance prévue s'accompagne d'une amélioration continue des marges comme indiqué ci-dessus, ce qui soutient la croissance des flux. Les capex, après une remise à niveau du système d'informations et des entrepôts en 2023, resteraient contenus. Le BFR se maintiendrait à un niveau en ligne avec le passé en pourcentage du chiffre d'affaires.

Le flux terminal a été déterminé sur la base d'une croissance de 2,5% et d'une marge normative d'EBITDA pré-IFRS 16 de 6,1%.

Le taux d'actualisation a été déterminé comme rappelé ci-dessus sur la base du taux de rendement de marché du SBF 120 à fin mars 2023 de 8,37%, et d'un coefficient beta, calculé sur l'échantillon de comparables présenté ci-après, à 0,94. Il ressort à 8%. La croissance à l'infini retenue est de 2,5%.

En retenant un pas de sensibilité de 25 points de base, la valeur ressort dans une fourchette de 4 309 M€ à 4 720 M€, avec une valeur centrale à 4 505 M€.

		Taux de croissance à l'infini				
		2,1%	2,3%	2,5%	2,7%	2,9%
Taux d'actualisation	7,50%	4 638	4 791	4 957	5 136	5 331
	7,75%	4 432	4 571	<b>4 720</b>	4 881	5 056
	8,00%	4 244	<b>4 370</b>	<b>4 505</b>	<b>4 651</b>	4 808
	8,25%	4 071	4 186	<b>4 309</b>	4 441	4 583
	8,50%	3 911	4 017	4 129	4 250	4 378

La sensibilité à la marge d'EBITDA terminale est présentée ci-dessous :

		Taux de marge d'EBITDA normative				
		5,6%	5,8%	6,1%	6,3%	6,6%
Taux d'actualisation	7,50%	4 601	4 779	4 957	5 134	5 312
	7,75%	4 385	4 553	<b>4 720</b>	4 888	5 055
	8,00%	4 190	<b>4 347</b>	<b>4 505</b>	<b>4 663</b>	4 821
	8,25%	4 011	4 160	<b>4 309</b>	4 458	4 607
	8,50%	3 847	3 988	4 129	4 271	4 412

L'offre indicative d'acquisition à 5 milliards d'euros exprimée par CMA CGM sous réserve de due diligence confirmatoire, présente une prime de l'ordre de 11% sur cette valeur, ce qui peut s'expliquer par les synergies espérées par le groupe CMA CGM, un des leaders mondiaux du transport et de la logistique, à l'issue de cette acquisition. Rappelons que si la transaction se réalise, alors le prix de la présente Offre sera relevé de 0,25 euro ; a contrario si l'offre n'est pas confirmée, cette indication de valeur tombe.

#### Evaluation à titre d'information par la méthode des comparables boursiers

##### **Comparables boursiers**

Nous avons étudié les sociétés cotées opérant dans le secteur de la logistique. Nous avons retenu un échantillon composé de quatre sociétés de référence du secteur, bien que ces sociétés soient d'une taille plus importante que la division Bolloré Logistics. Cet échantillon permet de refléter les perspectives à moyen terme du secteur.

Nous n'avons pas retenu les autres sociétés du secteur, plus petites, mais que nous avons jugé moins comparables en termes d'activité et plus sensibles à une évolution moins favorable du secteur.

L'échantillon retenu est composé des sociétés suivantes :

- **DSV** est une société danoise qui offre des services de transport et logistique dans le monde entier. Elle exerce ses activités autour de trois divisions Air-Mer, Route et Solutions. Elle a réalisé en 2022 un chiffre d'affaires de 31,7 Md€, une marge d'EBIT de 10,7%, sa capitalisation boursière s'élève à 36,6<sup>3</sup> Md€.
- **Kuehne+Nagel International** est une société suisse qui propose des services de logistique intégrés à l'international. Elle opère via 4 divisions, logistique aérienne, route, mer et contrats. Elle a réalisé en 2022 un chiffre d'affaires de 39,8 Md€ une marge d'EBIT de 9,5%, sa capitalisation boursière s'élève à 31,8 Md€.
- **C.H Robinson Worldwide** est une entreprise américaine de transport de marchandises qui opère via deux divisions, le transport de surface en Amérique du Nord et le forwarding global. La société a fait l'objet de rumeurs de rachat par DSV pendant l'été 2022. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 23,2 Md€ en 2022 une marge d'EBIT de 4,7%, sa capitalisation boursière s'élève 10,1 Md€.
- **Expeditors International of Washington** est une société américaine qui propose des services de fret aérien, maritimes, des services de livraison terrestre intracontinentaux. Elle a réalisé un chiffre d'affaires 2022 de 15,9 Md€, une marge d'EBIT de 10,7%, sa capitalisation boursière s'élève à 15,7 Md€.

Nous avons privilégié les multiples d'EBITDA corrigés de la norme IFRS 16 dans la mesure de l'information disponible ainsi que les multiples d'EBIT (sur la base des cours moyens 1 mois au 14 avril 2023).

---

<sup>3</sup> Les capitalisations boursières des sociétés comparables sont fondées sur les cours au 14 avril 2023.

Comparables	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
<b>Sociétés</b>						
DSV A/S	15,7x	15,3x	14,6x	16,9x	16,4x	15,6x
Kuehne + Nagel International AG	12,7x	13,0x	12,4x	14,5x	15,0x	14,3x
Expeditors International of Washington, Inc.	12,1x	12,6x	11,7x	13,1x	13,8x	12,4x
C.H. Robinson Worldwide, Inc.	15,1x	14,0x	12,9x	17,2x	15,9x	14,3x
<b>Moyenne</b>	<b>13,9x</b>	<b>13,7x</b>	<b>12,9x</b>	<b>15,4x</b>	<b>15,3x</b>	<b>14,2x</b>
<b>Médiane</b>	<b>13,9x</b>	<b>13,5x</b>	<b>12,6x</b>	<b>15,7x</b>	<b>15,5x</b>	<b>14,3x</b>

Source : Capital IQ

Sur cette base, la valeur d'entreprise de la division Bolloré Logistics est comprise entre 4 399 M€ et 4 676 M€ (multiples d'EBITDA) et 3 821 M€ et 4 321 M€ (multiples d'EBIT), valeurs qui encadrent la valeur obtenue par la méthode DCF (4 505 M€).

### Evaluation à titre d'information par la méthode des transactions comparables

#### Transactions comparables

Il n'existe pas de transaction réellement comparable à la division Bolloré Logistics. Nous avons constitué un échantillon large de transactions, à titre indicatif car les niveaux de multiples peuvent être très différents d'une transaction à l'autre, selon les synergies attendues des opérations, et fortement dépendants de l'information publique disponible, généralement assez pauvre en ce qui concerne les agrégats utilisés.

Nous n'avons pas retenu l'acquisition par MSC de Bolloré Africa Logistics, les activités africaines cédées (présence dans 42 ports avec concessions de 16 terminaux à conteneurs, trois concessions ferroviaires) étant très différentes des activités de Bolloré Logistics.

Date	Acquéreur	Cible	EV/EBITDA
19/12/2022	Edify Acquisition Corp. (NasdaqCM:EAC)	Unique Logistics International, Inc. (OTCPK:UNQL)	17,8x
18/11/2022	Abu Dhabi Ports Company PJSC (ADX:ADPORTS)	Noatum Logistics SL	4,5x
28/04/2022	KKR & Co. Inc. (NYSE:KKR)	Hitachi Transport System, Ltd.	12,0x
13/03/2022	JD Logistics, Inc. (SEHK:2618)	DEPPON LOGISTICS Co.,LTD. (SHSE:603056)	5,8x
22/12/2021	A.P. Møller - Mærsk A/S (CPSE:MAERSK B)	LF Logistics Holdings Limited	16,0x
02/11/2021	A.P. Møller - Mærsk A/S (CPSE:MAERSK B)	SENATOR INTERNATIONAL Spedition GmbH	12,9x
10/09/2021	The Jordan Company, L.P.	Echo Global Logistics, Inc.	11,7x
17/08/2021	DHL Global Forwarding GmbH	J.F. Hillebrand Group AG	12,5x
06/08/2021	A.P. Møller - Mærsk A/S (CPSE:MAERSK B)	Visible Supply Chain Management, LLC	13,0x
08/07/2021	DP World Limited	Imperial Logistics Limited	4,5x
27/04/2021	DSV A/S (CPSE:DSV)	Agility Global Integrated Logistics	15,9x
<b>Multiple moyen</b>			<b>11,5x</b>
<b>Multiple median</b>			<b>12,5x</b>

Nous avons retenu la moyenne des EBITDA 2021-2023 de la division compte tenu du caractère exceptionnel de l'activité des deux dernières années. Sur cette base, la valeur d'entreprise de la division ressort entre 4 347 M€ et 4 727 M€, valeurs qui encadrent la valeur obtenue par la méthode DCF (4 505 M€).

### 3.3.3.2 Division Energie

Bolloré Energy est un acteur majeur de la distribution pétrolière en France, en Allemagne (stations-services) et en Suisse (négoce). La Société transporte, stocke, distribue des produits pétroliers et livre du fioul domestique. La Société possède en propre ou via des participations minoritaires des dépôts de distribution. Bolloré Energy est également actionnaire majoritaire à 70% de la société Dépôt Rouen Petit-Couronne (DRPC), qui représente un site stratégique pour la région Normandie, pour la région île-de France et pour leurs aéroports. La Société compte une quarantaine d'agences et 100 dépôts, elle est plus particulièrement présente dans le nord de la France. Elle dispose de sa propre flotte de camions et de chauffeurs pour ses activités de distribution.

Au cours des années 2021 et 2022 la Société a bénéficié d'un contexte de prix favorable avec des grèves dans les raffineries et la guerre en Ukraine qui a eu un impact important sur les marchés pétroliers. En raison de l'embargo sur le pétrole russe effectif en 2023, la Société a diversifié ses approvisionnements.

La tendance des années 2021 et 2022 ne doit pas masquer la baisse tendancielle de la consommation de fioul domestique en France. Les volumes décroissent avec de fortes incitations au changement des chaudières au fioul. Pour lutter contre cette baisse tendancielle, la Société achète des fonds de commerce régionaux pour renforcer son maillage territorial dans un marché qui reste très fragmenté, et souhaite développer la distribution de produits bas carbone (biocarburants).

Comme expliqué dans la note annexe 3.3 des comptes au 31 décembre 2022 de la Société, le business plan a été établi sur une durée finie jusqu'en 2050, prenant en compte une baisse tendancielle du chiffre d'affaires, en raison du recul des volumes sur le fioul, partiellement compensé par une hausse de la marge jusqu'en 2028. Au-delà, la Société anticipe une érosion continue de la marge.

#### Evaluation à titre principal par l'actualisation des flux de trésorerie (DCF)

Nous avons retenu le plan d'affaires de la Société après l'avoir discuté avec le management opérationnel.

Le budget 2023 table sur un recul du chiffre d'affaires par rapport à l'année exceptionnelle 2022, mais est prévu en croissance par rapport à 2021 (et aux années antérieures). La marge est également prévue en repli à un niveau plus normatif pré-crise.

Le plan prend ensuite en compte une érosion continue, limitée par l'achat prévisionnel de fonds de commerce jusqu'en 2033, puis une érosion plus franche à compter de 2034 jusqu'en 2050, date au-delà de laquelle l'activité ne perdurerait pas, en lien avec les réglementations sur les produits pétroliers. La marge (EBITA pré IFRS 16) se maintiendrait à des niveaux pré-crise. Les Capex resteraient limités et la variation de BFR serait un léger dégageant sur le plan.

Le taux d'actualisation a été déterminé comme rappelé ci-dessus sur la base du taux de rendement de marché du SBF 120 à fin mars 2023 de 8,37%, et d'un coefficient beta calculé sur l'échantillon de comparables présenté ci-après à 0,7. Il ressort à 6,7%. Dans le contexte d'une durée d'activité finie, aucune croissance à l'infini n'a été incrémentée dans le modèle.

En retenant un pas de sensibilité de 25 points de base, la valeur ressort dans une fourchette de 440 M€ à 457 M€, avec une valeur centrale à 448 M€.

Taux d'actualisation				
6,2%	6,5%	6,7%	7,0%	7,2%
466	457	448	440	432

#### Evaluation à titre d'information par les méthodes analogiques

##### Comparables boursiers

Il n'existe pas de société cotée réellement comparable en termes d'activité et de taille. Les sociétés retenues n'ont pas le même mix d'activité entre le stockage, le négoce et la distribution, elles peuvent avoir des modèles de distribution différents (détention en propre de stations-services par exemple) et des marchés d'intervention différents (marché européen ou US par exemple).

Nous avons retenu, à titre d'information, un échantillon composé des sociétés européennes DCC et Rubis, ainsi que de 3 sociétés nord-américaines, d'une anglaise et d'une brésilienne :

- **DCC** est une société irlandaise qui commercialise du GPL, du gaz naturel, du carburant au détail via des stations-services. Elle exerce aussi une activité de distribution de produits électroniques grand public. Elle réalise un chiffre d'affaires de 23,9Md€<sup>4</sup>, une marge d'EBIT de 2%, sa capitalisation boursière s'élève à 5,5 Md€.
- **Rubis** est une société française qui exploite des installations de stockage de carburants, de produits chimiques et alimentaires. Elle fournit aussi des services de transport et d'approvisionnement. Son chiffre d'affaires 2022 s'élève à 7,1 Md€ et se répartit comme suit : Europe (15%), Afrique (45%) et Caraïbes (40%). Sa marge d'EBIT atteint 7,1%, sa capitalisation boursière s'élève à 2,7 Md€.

<sup>4</sup> 12 mois au 30/09/2022

- **Parkland** est une société canadienne qui exploite un réseau de stations-services et de magasins de proximité au Canada. La société livre des carburants et d'autres produits connexes à des grossistes ou des clients finaux. Son chiffre d'affaires 2022 s'élève à 24,5 Md€, sa marge d'EBIT à 1,2% et sa capitalisation boursière à 3,8 Md€
- **Superior plus** est une société canadienne qui distribue du GPL et des distillats au Canada et aux Etats-Unis (vente de détail Etats-Unis, Canada et vente en gros). Son chiffre d'affaires 2022 s'élève à 2,3 Md€, sa marge d'EBIT à -1,2% et sa capitalisation boursière à 1,4 Md€
- **Suburban Propane** est une société américaine qui distribue du GPL, de l'essence, du fioul et du gaz naturel. Elle sert 1 million de clients via 700 établissements dans 42 états. Son chiffre d'affaires 2022 s'élève à 1,4Md€ sa marge d'EBIT à 10,8% et sa capitalisation boursière à 0,9 Md€.
- **NWF** est un distributeur de fioul au Royaume Uni. Il dispose de 25 dépôts. Cette activité représente de l'ordre de 70% de son chiffre d'affaires. La société a diversifié ses activités en distribuant des produits d'épicerie ainsi que de l'alimentation animale et d'autres produits agricoles. Elle réalise un chiffre d'affaires 2022 de l'ordre de 1,2 Md€, sa marge d'EBIT s'élève à 2,2%, sa capitalisation boursière s'élève à 142 M€.
- **Ultrapar Participações** est une société brésilienne qui distribue du GPL et des carburants et exerce une activité de stockage. Elle exploite un réseau de stations-services et dispose de terminaux de stockage. Son chiffre d'affaires 2022 s'élève à 25,4 Md€, sa marge d'EBIT à 1,3%, sa capitalisation boursière à 2,9 Md€.

Nous avons privilégié les multiples d'EBITDA corrigés de l'application de la norme IFRS 16 lorsque l'information était disponible et les multiples d'EBIT appliqués aux années 2023e-2025e.

Les multiples sont les suivants (fondés sur les cours moyens 1 mois au 14 avril 2023) :

Comparables	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
<b>Sociétés</b>						
DCC plc	7,0x	6,7x	6,5x	8,7x	8,3x	8,1x
Rubis	5,7x	5,6x	5,0x	7,4x	7,4x	6,4x
Parkland Corporation	6,1x	5,7x	5,7x	11,5x	10,5x	13,2x
Superior Plus Corp.	7,4x	6,5x	6,5x	14,1x	11,6x	12,1x
Suburban Propane Partners, L.P.	7,0x	6,7x	6,2x	na	na	na
NWF Group plc	5,2x	6,2x	5,7x	6,9x	8,1x	7,9x
Ultrapar Participações S.A.	5,9x	5,3x	4,9x	8,5x	7,5x	7,0x
<b>Moyenne</b>	<b>6,3x</b>	<b>6,1x</b>	<b>5,8x</b>	<b>9,5x</b>	<b>8,9x</b>	<b>9,1x</b>
<b>Médiane</b>	<b>6,1x</b>	<b>6,2x</b>	<b>5,7x</b>	<b>8,6x</b>	<b>8,2x</b>	<b>8,0x</b>

Source : Capital IQ

Sur la base des multiples moyens, la valeur d'entreprise de Bolloré Energy ressort entre 303 M€ et 383 M€, valeurs inférieures à la valeur obtenue par la méthode DCF (448 M€).

### Transactions comparables

A titre d'information nous avons relevé quatre transactions en 2021 et 2022 concernant :

- l'acquisition par la société Superior Plus de l'activité de distribution de GPL et de carburant de Quarles Petroleum.
- l'acquisition par la société Ampol de Z Energy Limited, société australienne qui distribue du carburant au détail mais aussi aux compagnies aériennes, aux entreprises de transport routier, aux flottes automobiles. Elle opère près de 200 stations-services, des pipelines et des infrastructures de stockage.
- l'acquisition par la société Superior Plus de la société Kamps. La société distribue du GPL auprès de 45 000 clients résidentiels, professionnels et grossistes.
- l'acquisition par la société Trafigura d'une participation de 32% dans la société Puma Energy. Puma Energy distribue des produits pétroliers. Elle opère à la fois dans la vente de produits raffinés et le stockage. Elle propose du GPL, du carburant pour l'aviation, du bitume.

Les multiples d'EBITDA de ces acquisitions sont les suivants :

Date	Acquéreur	Cible	EV/EBITDA LTM
28/03/2022	Superior Plus Corp. (TSX:SPB)	Assets of Quarles Petrol	7,6x
23/08/2021	Ampol Limited (ASX:ALD)	Z Energy Limited	8,8x
14/07/2021	Superior Plus Corp. (TSX:SPB)	Kamps Company	8,9x
16/04/2021	Trafigura Pte Ltd	Puma Energy Holdings	7,9x
<b>Multiple moyen</b>			<b>8,3x</b>
<b>Multiple median</b>			<b>8,3x</b>

Nous n'avons pas retenu l'EBITDA 2022 de la division compte tenu du caractère exceptionnel de cette année. L'application du multiple moyen à un EBITDA plus normatif (moyenne 2023e-2025e) conduit à une valeur de la division de 440 M€, proche de la valeur obtenue par la méthode DCF (448 M€).

#### 3.3.3.3 Pôle Industrie

Ce pôle comprend les divisions Films, Stockage d'électricité (Blue bus et Blue solutions) et Systèmes (IER, Automatic Systems et Polyconseil).

À partir des papiers fins, son métier historique, le Groupe Bolloré a développé une activité dans la production de films plastiques ultrafins pour condensateurs et de films thermorétractables de suremballage. Le Groupe est devenu le premier fabricant mondial de films plastiques pour condensateurs. Fortes de ces expériences, les équipes ont mis au point une batterie électrique d'une technologie qui résiste aux températures élevées, le Lithium Métal Polymère (LMP®), et la technologie des supercapacités, sur laquelle le Groupe a construit sa division « Stockage d'électricité » : Blue Solutions (qui a été cotée en bourse de 2013 à 2020).

La division Stockage d'électricité est encore en phase de recherche et développement et son plan d'affaires ne prévoit pas d'atteindre l'équilibre avant 2030. Des investissements importants sont encore prévus jusqu'en 2034 au moins. Nous avons valorisé les déficits que cette entité génère et qui pourront faire l'objet d'une déduction dès lors que le périmètre d'intégration fiscale sera en bénéfice (horizon 2030).

La division Systèmes regroupe des savoir-faire dans le domaine de l'automatisation du contrôle sécurisé des entrées, de l'identification automatique, des automates et bornes de recharge, ainsi que de l'accompagnement clients dans le processus de transformation digitale.

#### Evaluation à titre principal par l'actualisation des flux de trésorerie (DCF)

Nous avons retenu les plans d'affaires des 3 divisions après les avoir discutés avec le management central.

Le plan d'affaires de la division Films prend en compte un léger recul du chiffre d'affaires en 2023, puis une croissance moyenne soutenue sur la période du plan d'affaires (2024-2027). La division qui présente un historique de pertes devrait devenir bénéficiaire en 2025, avec une marge qui atteindrait un niveau proche des comparables à horizon 2028 (flux terminal). Après un investissement significatif en 2024 pour soutenir la croissance, les capex sont prévus en ligne avec l'historique, de même que les variations de BFR.

L'activité de stockage d'électricité n'est susceptible de réaliser des flux positifs qu'au-delà de 2030, selon les résultats des tests sur la 4<sup>e</sup> génération de batteries. Nous avons valorisé l'activité sans intégrer de risque d'échec sur cette nouvelle génération de batteries, mais avons pris en compte le risque sur le développement de cette activité dans le taux d'actualisation. Nous avons également ajouté la valeur des déficits reportables.

Le plan d'affaires de la division Systèmes prend en compte l'activité d'IER, d'Automatic System et de Polyconseil. Ces activités sont prévues en forte croissance sur la période du plan d'affaires (2023-2027), avec un redressement net de la marge. Après une augmentation en 2023 pour soutenir la croissance, les capex et les variations de BFR sont prévus en ligne avec l'historique.

Les taux d'actualisation ont été déterminés comme rappelé ci-dessus sur la base du taux de rendement de marché du SBF 120 à fin mars 2023 de 8,37%, et d'un coefficient beta calculé sur les échantillons de comparables présentés ci-après à 0,75 pour Films, 1,57 pour Blue et 0,82 pour Systèmes (1 pour Polyconseil). Les taux d'actualisation ressortent à 7% pour Films, 11,5% pour Blue et 7,4% pour Systèmes (8,5% pour Polyconseil). Le taux de croissance à l'infini retenu est de 3% pour Blue et de 2% pour Films et Systèmes.

En retenant un pas de sensibilité de 25 points de base des paramètres financiers, la valeur ressort dans une fourchette de :

- Films : 151 à 171 M€ (161 M€ en valeur centrale)
- Blue : 250 à 434 M€, y compris déficits reportables (338 M€ en valeur centrale)

- Systèmes : 196 à 214 M€ (205 M€ en valeur centrale)

#### Evaluation à titre d'information par la méthode des comparables boursiers

Nous avons mis en œuvre cette méthode à titre indicatif compte tenu du faible niveau de comparabilité des sociétés cotées et des activités de la division Industrie. Nous avons cependant constitué des échantillons de sociétés comparables par activité.

#### **Activité Films**

Nous avons constitué un échantillon, composé de sept sociétés (Berry Global Group, Sealed Air, Winpak, Aptar Group, Silgan Holdings, Greif et Sonoco Products). Ces sociétés sont cependant de taille très supérieure à celle de l'activité Films et dégagent des marges bénéficiaires.

L'échantillon fait ressortir des multiples d'EBITDA et d'EBIT compris respectivement entre 8,4x et 7,6x et 11,8x et 10,8x.

Nous avons appliqué les multiples moyens de l'échantillon aux agrégats EBITDA et EBIT 2025e et 2026e de l'activité Films, les EBIT antérieurs étant négatifs.

A titre d'information, la valeur de l'activité Films ressort entre 88 M€ et 122 M€, valeurs inférieures à la valeur obtenue par la méthode DCF (161 M€).

#### **Activité Stockage d'électricité**

Cette activité est particulièrement délicate à évaluer compte tenu des investissements nécessaires au développement et à la production d'une batterie de quatrième génération. Il existe soit des sociétés qui produisent des batteries lithium-ion pour divers usages comme Samsung SDI (Corée du Sud) et GS Yuasa (Japon). Il est difficile de les comparer à l'activité Stockage d'électricité compte tenu de leur taille, de leur rentabilité et du marché mature sur lequel elles exercent.

Il existe aussi des sociétés à divers stades de développement cherchant soit à offrir des batteries Lithium-ion optimisées pour certains usages (Forsee Power, Voltabox) soit à développer des batteries à l'état solide ou des systèmes hybrides Electrovaya (Canada), SES AI (Etats-Unis), Quantum Scape (Etats-Unis), Solid Power (Etats-Unis). Ces sociétés anticipent une forte croissance de leur chiffre d'affaires lors de la mise en production des batteries prévues entre 2025 pour les batteries hybrides et 2028 pour les batteries solides (sous réserve de la capacité de ces sociétés à dépasser le stade de développement puis de mise en production à l'échelle industrielle). Ces sociétés réalisent, pour certaines, un chiffre d'affaires mais aucune n'est à ce jour rentable.

**A titre illustratif**, nous avons retenu le multiple de chiffre d'affaires à long terme (2028) de l'échantillon de sociétés en développement de batteries solides ou hybrides. Ce multiple ressort en moyenne à 0,7x et en médiane à 0,6x.

En appliquant ce multiple à un chiffre d'affaires 2030°, la valeur de l'activité Stockage d'électricité ressortirait entre 269 M€ et 318 M€, sans valoriser les déficits reportables de la division, les sociétés comparables réalisant également des pertes. Ces valeurs sont globalement en ligne avec la valeur obtenue par la méthode DCF (338 M€ y compris déficits reportables).

### **Activité Systèmes**

L'activité Systèmes comprend principalement l'activité Automatic Systems ; nous avons donc recherché pour information des sociétés comparables à cette activité.

Nous avons retenu les sociétés Dormakaba (Suisse), Allegion (Irlande), Assa Abloy (Suède), Janus International (Etats-Unis), Wangli International (Chine), Honeywell International (Etats-Unis). Elles sont d'une taille très supérieure à celle de l'activité Systèmes et offrent une gamme de produits plus diversifiée.

Les multiples moyens d'EBITDA ressortent entre 11,5x et 10,2x, les multiples moyens d'EBIT entre 13,7x et 11,7x. Compte tenu de l'amélioration de la rentabilité anticipée par le management, nous avons retenu l'EBITDA et l'EBIT 2025e prévus par le plan d'affaires. Sur cette base la valeur de l'activité ressort entre 93 M€ et 122 M€, valeurs inférieures à la valeur obtenue par la méthode DCF (205 M€).

#### *Evaluation à titre d'information par la méthode des transactions comparables*

Nous avons mis en œuvre cette méthode à titre d'information, compte tenu de l'absence de transactions réellement comparables aux différentes activités de la division Industrie et du caractère limité des informations disponibles sur ces transactions. Pour l'activité Systèmes nous n'avons pas retenu de transactions, en l'absence d'information sur des transactions comparables récentes (moins de 2 ans).

### **Activité Films**

Dans le cadre de l'activité Films, nous avons retenu deux transactions, l'acquisition d'intertape Polymer par Clearlake Capital Group et l'acquisition de Stenta Films par Mega First. Nous n'avons pas retenu l'acquisition de la société Schur Flexibles par B&C industrie holding cette transaction ayant été suivie de la découverte de fraudes ayant contribué à surévaluer la société.

Nous avons retenu le multiple d'EBITDA moyen de ces transactions (9,2x) que nous avons appliqué aux EBITDA prévisionnels 2025° et 2026° de la Société pour tenir compte de l'amélioration de sa performance. Sur ces bases, la valeur de l'activité Films ressort entre 80 M€ et 121 M€, valeurs inférieures à la valeur obtenue par la méthode DCF (161 M€).

### Activité Stockage d'électricité

En ce qui concerne l'activité Stockage d'électricité nous avons retenu deux transactions :

- L'acquisition en juillet 2022 de Romeo Power par Nikola Corporation. Romeo Power développe et produit des modules et des packs pour batteries lithium-ion utilisées pour l'électrification des véhicules.
- L'acquisition en août 2021 de la société Spear Power par Sensata Technologies Holding. La société Spear Power développe et fabrique des systèmes de stockage à base de batteries lithium-ion dans le domaine de la défense, de la propulsion maritime, pour l'industrie du pétrole et du gaz ainsi que pour l'industrie minière.

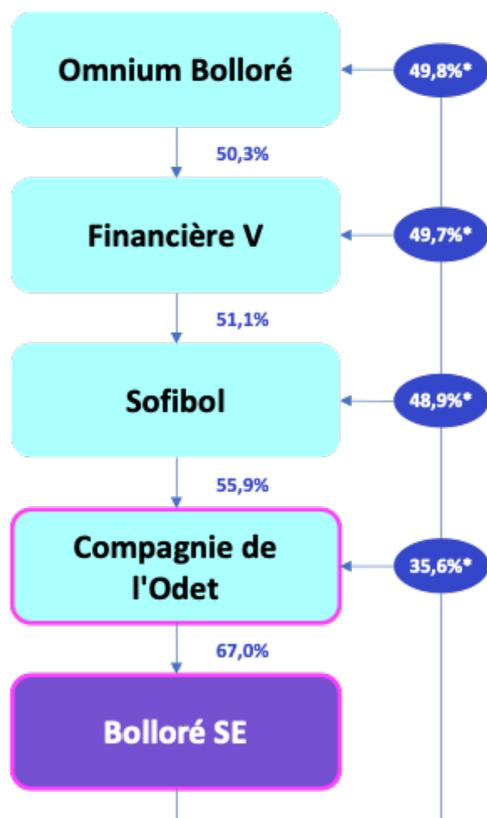
A défaut d'information sur les multiples d'EBITDA de ces transactions et de l'absence de rentabilité de l'activité à court et moyen terme, nous avons retenu les multiples de chiffre d'affaires de ces transactions. Ces multiples sont compris entre 4,3x et 6,0x et conduisent à une valeur de l'activité Stockage d'électricité comprise entre 329 M€ et 466 M€, sans valoriser les déficits reportables de la division, les sociétés cibles des transactions réalisant également des pertes. La valeur obtenue par la méthode DCF (338 M€ y compris déficits fiscaux) se situe dans le bas de cette fourchette, ce qui s'explique par la maturité plus grande des sociétés retenues dans l'échantillon.

#### 3.3.4 Evaluation des autres actifs de Bolloré SE

##### 3.3.4.1 Participations dans les holdings de contrôle

Les autres participations comprennent des titres de sociétés du groupe dont l'objet principal est de détenir des actions Omnium, Financière V, Sofibol et Compagnie de l'Odet, holdings de contrôle de la Société (les boucles d'autocontrôle). Chaque holding de contrôle a pour actif une participation majoritaire dans la société qui lui fait immédiatement suite dans l'organigramme.

La Société nous a confirmé qu'il n'existait pas de projet de simplification de l'organigramme qui permettrait de déboucler au moins partiellement ces boucles d'autocontrôle. Nous les avons ainsi évaluées dans leur état actuel, tel que schématisé ci-dessous.



\* détention directe et indirecte via les filiales de Bolloré

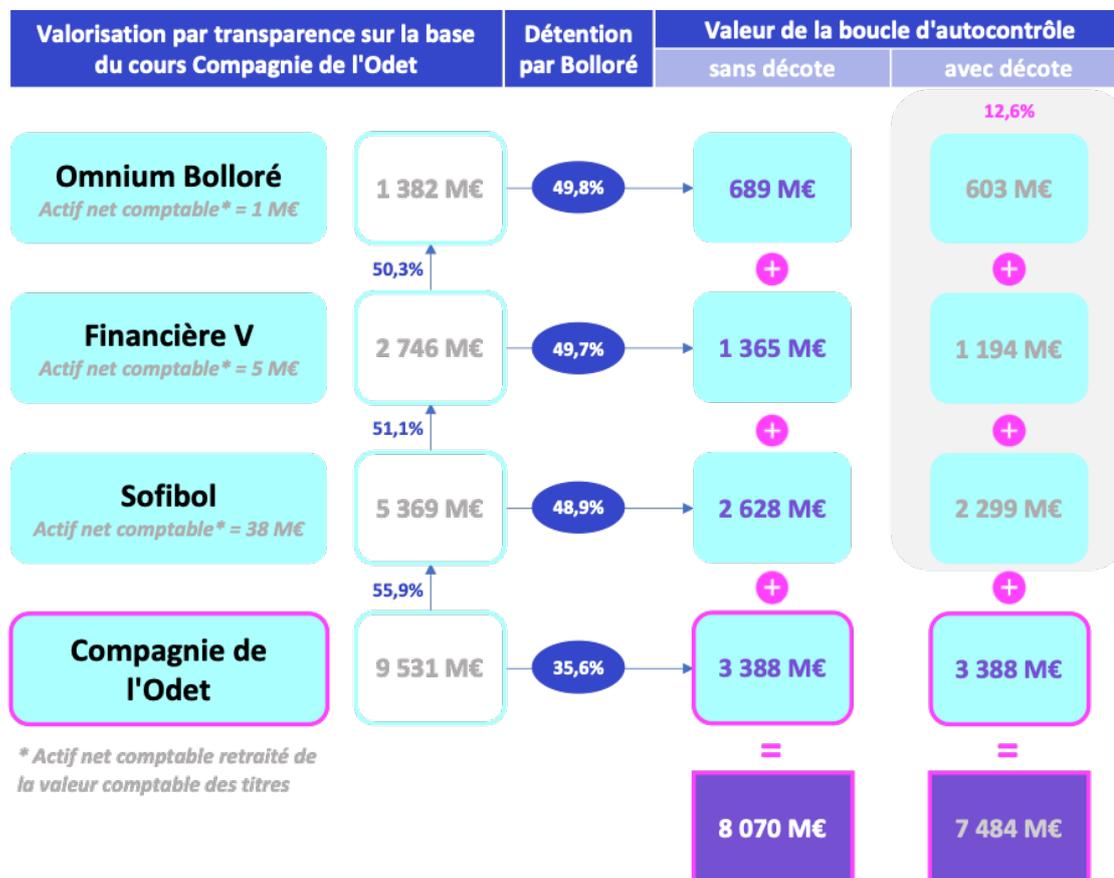
Les boucles d'autocontrôle ont été valorisées par transparence sur la base des cours de bourse de Compagnie de l'Odét, en ligne avec la méthodologie retenue par Bolloré pour comptabiliser ces titres à la juste valeur dans ses comptes consolidés.

La valeur de Compagnie de l'Odét a été déterminée sur la base d'un cours de bourse moyen pondéré des volumes des 20 jours précédant l'annonce de la présente Offre (cf. analyse du cours au paragraphe suivant). Elle s'élève à 9 531 M€ pour 100%, soit 3 388 M€ pour la quote-part détenue par Bolloré.

Les titres des sociétés mères de Compagnie de l'Odét (Omnium Bolloré, Financière V et Sofibol), étant non cotés, ont ensuite été valorisés par transparence. Le seul actif de ces holdings étant la détention des titres de leurs filles respectives (les holdings détiennent également quelques titres Bolloré SE compris dans l'autocontrôle), nous avons déterminé la valeur de chacune de ces sociétés à partir de leur actif net comptable au 31 décembre 2022 après réévaluation des titres détenus.

Dans le cadre de l'établissement de ses comptes consolidés, la Société retient également une décote qui reflète l'absence de liquidité de ces titres non cotés. Celle-ci s'élève à 12,62% et a été déterminée sur la base d'un modèle de valorisation dite du « Protective Put » (modèle de Chaffe) par un cabinet d'évaluation en 2018.

Le calcul de la valeur de la boucle d'autocontrôle est détaillé ci-après :



Sur cette base, la valeur de la boucle d'autocontrôle s'élève à 8 070 M€ avant prise en compte de la décote d'illiquidité et à 7 484 M€ après prise en compte de cette décote.

#### Analyse du cours de bourse de Compagnie de l'Odet (pré annonce de l'Offre)

Comme le tableau ci-dessous le montre, la liquidité du titre Compagnie de l'Odet est faible, avec moins de 500 titres échangés quotidiennement (depuis 2 ans), sur un flottant faible (7% du capital). Le taux de rotation du flottant s'établit à 16,6% sur un an (rotation du capital : 1,2%).

Cours	14/03/2023	Liquidité - 14/03/2023	en milliers
spot	1 448,00 €	Moyenne volume 20 jours	0,3
20 jours	1 447,11 €	Moyenne volume 60 jours	0,4
60 jours	1 436,78 €	Moyenne volume 120 jours	0,4
120 jours	1 339,10 €	Somme volume 240 jours	81
240 jours	1 246,55 €	NOSH	6 586
2 ans	1 207,10 €	Flottant	7%
+haut (240 jours)	1 506,00 €	Rotation du capital 240 jours	1,2%
+bas (240 jours)	1 040,00 €	Rotation du flottant 240 jours	16,6%

Malgré cette faible liquidité, nous observons que :

- Le cours Compagnie de l'Odet suit globalement la tendance du cours de Bolloré (les résultats financiers sont annoncés aux mêmes dates que ceux de Bolloré), avec une surperformance depuis novembre 2022 ;
- Par rapport à l'ANR de cette société déterminé sur la base des cours de bourse des titres Bolloré, UMG et Vivendi détenus, le cours Compagnie de l'Odet présente une décote qui s'est nettement atténuée depuis fin novembre 2022 : d'une décote moyenne en 2022 de l'ordre de 15,5%, elle s'établit, à la date d'annonce de l'Offre le 14 mars 2023, à environ 3%.

#### 3.3.4.2 Titres cotés

La Société détient un portefeuille de titres cotés dont les lignes les plus importantes sont constituées de titres Socfin, Socfinasia, Socfinaf, Bigben Interactive, BnSellit Technology, Rothschild & Co. Nous avons réévalué ces titres sur la base de leur cours de bourse (moyenne pondérée des volumes sur 20 jours au 14 avril 2023), soit une valeur de 256 M€.

Les titres d'autocontrôle (15 322 838 actions) ont été valorisés au cours de bourse à la date d'annonce de l'Offre (moyenne 20 jours), pour une valeur globale de 80 M€.

#### 3.3.4.3 Titres non cotés et autres actifs

Le groupe possède des actifs agricoles (oliveraies aux Etats-Unis) et viticoles (domaine de La Croix dans le Sud Est de la France et le domaine de la Bastide Blanche). Ces actifs n'ont pas de rentabilité à court-terme et leur valeur comptable représente correctement leur valeur réelle (82 M€).

La Société détient des titres non cotés pour 62 M€ (pour l'essentiel des titres dans des sociétés liées aux activités : Raffineries du Midi, dépôts logistiques et pétroliers). Ces titres sont déjà valorisés dans les divisions opérationnelles, à l'exception d'une participation dans la société Fred & Farid (agence de communication digitale) que nous avons retenue pour sa valeur comptable.

Les goodwills, actifs incorporels et corporels et éléments de BFR (stocks, créances et dettes d'exploitation), qui correspondent à la valeur comptable des 3 pôles opérationnels ont été remplacés dans l'actif net réévalué, par la valeur DCF de ces pôles.

Enfin, nous avons pris en compte dans l'actif net réévalué, la valeur des locaux vacants ou loués à des entités hors périmètre, ainsi que les créances et dettes hors exploitation (autres éléments pour un total de 158 M€ après impôts).

Les éléments de cash et dettes financières ainsi que les provisions ont été retenus pour leur valeur comptable (après impôt, pour les provisions non encore déduites fiscalement). Nous n'avons pas repris les provisions pour engagement de retraite, considérant qu'elles sont prises en compte dans les divisions opérationnelles.

### 3.3.5 Actif net réévalué

L'actif net réévalué a été établi sur la base du bilan de la Société au 31 décembre 2022 auquel nous avons ajouté la valeur des divisions opérationnelles (dont le résultat au 31 mars 2023 constitue l'essentiel du résultat de la Société à cette date).

#### Bilan réévalué de Bolloré SE

EN M€	Comptes consolidés	ANR sur base valeurs consolidées Vivendi + UMG	ANR sur base cours de bourse
VIVENDI et UMG	12 372	12 372	10 029
LOGISTIQUE	1 968	4 505	4 505
ENERGIE		448	448
FILMS		161	161
BLUE		338	338
SYSTEMES		205	205
ACTIFS AGRICOLES		82	82
Titres Holdings de contrôle	7 161	7 484	8 070
Autres titres	355	263	263
Titres d'autocontrôle		80	80
Cash net et autres éléments	2 063	2 224	2 224
Intérêts minoritaires	-260	-289	-289
Provisions	-390	-282	-282
<b>TOTAL ANR</b>	<b>23 269</b>	<b>27 590</b>	<b>25 833</b>
Nombre d'actions (en millions)	2 932,7	2 956,2	2 956,2
<b>Valeur / titre</b>	<b>7,93 €</b>	<b>9,33 €</b>	<b>8,74 €</b>
<b>Décote implicite prix offert</b>	<b>27,5%</b>	<b>38,4%</b>	<b>34,2%</b>

Nombre d'actions dans la colonne Comptes consolidés : en circulation au 31 décembre 2022, autocontrôle déduit et hors actions de performance

L'ANR prend en compte les valeurs DCF des divisions opérationnelles déterminées ci-avant et celles des participations dans Vivendi, UMG et les holdings de contrôle soit sur la base de leur valeur consolidée (remise à jour pour ce qui concerne les holdings de contrôle sur la base du cours Compagnie de l'Odet au 14 mars 2023), soit sur la base des cours de bourse de Vivendi, UMG et Odet (non décoté).

Le prix proposé, soit 5,75 euros par action, présente une décote de 34,2% sur l'ANR de Bolloré SE déterminé sur la base des cours de bourse de Vivendi et d'UMG (moyenne 20 jours au 14 avril 2023), et de 38,4% sur l'ANR déterminé sur la base des valeurs consolidées de Vivendi et d'UMG.

La prise en compte des cours de bourse spot, plutôt que des moyennes de cours pondérées des volumes sur 20 jours pour évaluer les titres cotés aurait une incidence légèrement négative sur la valeur (8,66 euros au lieu de 8,74 euros, soit une décote implicite de 33,6% au lieu de 34,2%).

A titre d'information, sur la base des objectifs médians de cours des analystes pour Vivendi et UMG, la valeur ressortirait à 9,52 euros, soit une décote de 39,6%.

Enfin, si le projet de cession de la division Bolloré Logistics se réalise pour une valeur d'entreprise de 5 milliards d'euros (qui donnerait lieu à paiement d'impôts et frais de transaction estimés pour environ 180 M€), les différents ANR présentés ci-dessus augmenteraient de 315 M€ après impôts et frais estimés (0,11 euro par action). Le prix de la présente Offre serait alors augmenté de 0,25 euro par action, ce qui aurait pour effet de diminuer les décotes induites par le prix d'Offre de 2 points, soit une décote de 32,2% à 36,4%.

### **Appréciation de la décote**

L'Offre (avant complément de prix) fait ressortir une décote comprise entre 34,2% et 38,4% sur l'ANR de la Société. Cette décote est représentative d'une décote de holding qui peut se justifier par plusieurs facteurs :

- L'absence de synergie entre les différentes participations détenues et activités exercées par la société ;
- Les coûts de holding qui ne sont pas pris en compte dans notre calcul de l'ANR (et qui constituent la principale différence méthodologique avec l'ANR calculé par la banque conseil) ;
- La plus faible liquidité de Bolloré SE par rapport aux participations qu'elle détient dans UMG et Vivendi ;
- Les stratégies d'allocation des ressources entre les différentes participations et activités du groupe.

Afin d'apprécier la décote induite par les conditions de l'Offre, nous avons étudié les décotes observées sur un échantillon de sociétés d'investissement publiant régulièrement leur ANR.

L'échantillon retenu comprend :

- Eurazeo, société d'investissement diversifiée, intervient en capital-risque et réalise de la gestion pour compte de tiers. Elle dispose de 34,1 Md€ d'actifs sous gestion et son ANR s'élève à 9,9 Md€ au 31 décembre 2022 ;

- Exor, société d'investissement détenant principalement des participations dans Stellantis, Ferrari, CNH Industrial. Exor a vendu en juillet 2022 sa participation dans PartnerRe, la plupart de ses actifs sont évalués au cours de bourse. Son ANR s'élève à 28,2 Md€ au 31 décembre 2022;
- Wendel, société d'investissement dont le portefeuille est constitué de Bureau Veritas, principale société cotée du portefeuille évaluée au cours de bourse (moyenne des 20 derniers cours de clôture au 31 décembre 2022). Son ANR s'élève à 7,5 Md€ ;
- Peugeot Invest, société d'investissement dont le principal actif est sa participation dans Stellantis représentant 48,3% de son actif brut réévalué et évalué au cours de bourse. Son ANR s'élève à 5 Md€ au 31 décembre 2022 ;
- Groupe Bruxelles Lambert société d'investissement dont 63,7% de son portefeuille est coté. Elle détient notamment des participations cotées d'une valeur supérieure à 1 Md€ dans Pernod Ricard, SGS, Adidas, Imerys et Umicore. Son ANR s'élève au 31 décembre 2022 à 17,8 Md€ ;
- Altamir société d'investissement qui s'appuie sur Seven2 (ex Apax Partner) société de capital-risque investie en titres de sociétés cotées et non cotées.

Il convient de souligner que ces sociétés privilégient la référence au cours de bourse pour évaluer les sociétés cotées entrant dans le calcul de leurs ANR.

Les décotes présentées sont calculées sur la base du dernier ANR publié par chaque société (31 décembre 2022), par rapport au cours de bourse à la date de publication. Nous avons aussi analysé les décotes sur des périodes plus longues fondées sur les derniers cours au 30 juin ou au 31 décembre de chaque année depuis 2018 (moyenne 5 ans).

Décotes	Dernier ANR (cours à la date de publication)	Moyenne 5 ans (2018-2022)
Eurazeo	-45,3%	-32,1%
Exor	-37,2%	-37,6%
Altamir	-26,2%	-33,4%
Wendel	-41,0%	-37,2%
GBL	-34,2%	-29,8%
Peugeot Invest	-49,3%	-47,2%
<b>Moyenne</b>	<b>-38,9%</b>	<b>-36,2%</b>

Nous observons une tendance à l'augmentation de la moyenne des décotes de 2018 à 2022 : de l'ordre de 29% en 2018, la décote a progressivement augmenté pour atteindre 40% à fin juin 2020. Ce niveau a ensuite légèrement diminué pour se situer autour de 37% jusqu'en décembre 2021. Depuis 2022 on observe une hausse des décotes sous l'effet de de l'exacerbation des tensions géopolitiques, avec notamment la guerre en Ukraine.

La décote implicite induite par l'Offre (entre 34,2% et 38,4%) se situe dans le haut de la fourchette des décotes observées sur le marché sur longue période, mais légèrement en-deçà de la moyenne des décotes observées à l'heure actuelle.

#### 4. Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés dans la note d'information

La banque Natixis (ci-après « la banque présentatrice »), a préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Dans le cadre de notre mission, nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés de la banque et de ses équipes en charge de la rédaction des éléments d'appréciation des termes de l'Offre.

##### 4.1 Analyse des méthodes écartées

La banque présentatrice a écarté les méthodes suivantes :

- l'actif net comptable
- l'analyse DCF mise en œuvre globalement
- les méthodes analogiques mise en œuvre globalement
- l'actualisation des flux de dividendes (mais indique à titre d'information, une valeur de 1,33 euro par action ressortant de cette méthode)

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les méthodes écartées, étant rappelé que nous avons également pris en considération les valeurs nettes comptables de certains actifs pour déterminer l'actif net réévalué de la Société.

##### 4.2 Analyse des méthodes retenues

La banque présentatrice a retenu le cours de bourse et la méthode de l'actif net réévalué (somme des parties), à titre principal. C'est également l'approche que nous avons retenue. Elle a également retenu le cours cible des analystes, que nous avons analysé avec le cours de bourse de la Société, et les transactions récentes sur le capital, que nous ne retenons pas en tant que telles parce qu'elles sont réalisées au cours de bourse.

###### Nombre de titres retenus

Le nombre de titres retenu par la banque présentatrice s'établit à 2 956,2 millions d'actions. Nous avons retenu le même nombre d'actions.

###### Analyse du cours de bourse

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur l'analyse du cours de la Société.

La banque présentatrice retient un objectif de cours moyen de 5,90 € contre 5,96 € dans notre analyse ; nous n'avons en effet pas retenu l'objectif d'un analyste qui n'était pas accompagné d'une note d'analyse, objectif en outre publié préalablement à l'annonce du chiffre d'affaires du 3ème trimestre 2022 de la Société.

### Actif net réévalué

La banque présentatrice a évalué chaque actif détenu par Bolloré SE selon ses spécificités propres :

- Titres Vivendi et UMG : ils ont été évalués au cours de bourse moyen pondéré sur 1 mois. Nous avons retenu cette approche en privilégiant le cours moyen pondéré des volumes sur 20 jours, mais avons également présenté les valeurs issues des comptes consolidés ;

- Divisions opérationnelles :

- Bolloré Logistics : la banque a mis en œuvre une analyse DCF et a également retenu la méthode des comparables boursiers. Nous n'avons retenu cette dernière qu'à titre d'information. La banque comme nous-mêmes a retenu le plan d'affaires du management. Elle a utilisé un taux d'actualisation à 7,8% (moyenne entre le taux déterminé par la banque et celui retenu par les brokers sur les comparables) et a retenu un taux de croissance à l'infini de 2,2%. Notre taux s'établit à 8%, sur la base de données Fairness Finance et la croissance à l'infini à 2,5%.

Concernant la méthode des comparables boursiers, la banque a retenu quatre comparables boursiers (DSV, Kuehne + Nagel, Expeditors, et C.H. Robinson). Nous n'avons pas d'observation sur l'échantillon retenu. Nous avons retenu les multiples d'EBITDA pré-IFRS 16 et d'EBIT alors que la banque a retenu le multiple d'EBIT. Nous obtenons une fourchette de valeurs qui encadre celle obtenue par la banque. En ce qui concerne l'approche par les transactions comparables nous avons retenu un échantillon de transactions plus large que la banque conseil. Cependant compte tenu de la qualité de l'information publique nous n'avons, tout comme la banque, retenu cette méthode qu'à titre d'information.

Au global, la banque évalue la division à 4 454 M€ (moyenne DCF et comparables). Il doit être observé que cette valeur intègre un montant positif de l'ordre de 200 M€ au titre de la norme IFRS 16 sur les locations. Notre valeur de 4,5 milliards d'euros se compare ainsi à une valeur de 4,26 milliards obtenue par la banque ;

- Energie : la banque a mis en œuvre une analyse DCF et à titre d'information les méthodes analogiques. La banque a retenu le plan d'affaires du management sur la période 2023-2027 (en retenant un flux terminal moyennant les données 2028-2050) ; nous avons utilisé le plan du management établi jusqu'en 2050. Elle a utilisé un taux d'actualisation à 7,4% (moyenne entre le taux déterminé par la banque et celui retenu par les brokers sur les comparables) et a retenu un taux de croissance à l'infini de 1%. Notre taux s'établit à 6,7%, sur la base de données Fairness Finance et nous n'avons pas retenu de croissance à l'infini, le plan utilisé ayant une durée finie.

Concernant la méthode des comparables boursiers, il n'existe pas de société réellement comparable à l'activité de la division Energie. Nous avons un échantillon plus large que celui de la banque sans que cela ne modifie les résultats de cette méthode. Nous parvenons à des fourchettes de valeurs proches de celles de la banque.

En ce qui concerne l'approche par les transactions comparables, nous avons retenu un échantillon de transactions récentes plus restreint que la banque conseil. Cependant compte tenu de la qualité de l'information publique nous n'avons, tout comme la banque, retenu ces méthodes qu'à titre d'information.

Au global, la banque évalue la division à 470 M€ (analyse DCF hors créance de loyers), montant légèrement supérieur à notre valeur de 448 M€ ;

- Industrie : la banque a mis en œuvre une analyse DCF sur les 3 divisions et, à titre d'information, les méthodes analogiques. La banque a retenu comme nous-mêmes les plans d'affaires du management, étant rappelé que pour la division Blue nous avons eu accès à un plan simulant une trajectoire plus longue jusqu'en 2040 ; elle a utilisé les paramètres financiers suivants :
  - Blue : taux d'actualisation de 11% (moyenne entre le taux déterminé par la banque et celui retenu par les brokers sur les comparables) et croissance à l'infini de 2,7%. Nous avons utilisé un taux de 11,5% et une croissance terminale de 3% ;
  - Films : taux d'actualisation de 6,3% (moyenne entre le taux déterminé par la banque et celui retenu par les brokers sur les comparables) et croissance à l'infini de 2%. Nous avons utilisé un taux de 7% et une croissance terminale de 2% ;
  - Systèmes : taux d'actualisation de 8,2% (moyenne entre le taux déterminé par la banque et celui retenu par les brokers sur les comparables) et croissance à l'infini de 1,8%. Nous avons utilisé un taux de 7,4% et une croissance terminale de 2%.

En ce qui concerne les méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables nous n'avons retenu, comme la banque, ces méthodes qu'à titre d'information, les sociétés comparables étant pour les divisions Films et Systèmes très éloignées par la taille et la diversification des activités des divisions Films et Systèmes. La banque conseil a privilégié des multiples de chiffre d'affaires, ces divisions ne dégagant pas d'EBIT positifs à court terme. Cette méthode a tendance à surévaluer la valeur des divisions, les sociétés comparables dégageant une rentabilité très supérieure. Nous avons retenu des multiples d'EBITDA pré IFRS 16 et d'EBIT plus éloignés aboutissant à des valeurs moins élevées.

Au global, la banque évalue le pôle Industrie à 691 M€ (hors loyers), proche de notre valeur de 702 M€ ;

- Boucle d'autocontrôle : la banque a retenu, comme nous, une méthode d'évaluation par transparence sur la base du cours de Compagnie de l'Odet. Elle a retenu une décote d'illiquidité de 12,6% pour évaluer les titres détenus dans les structures au-dessus de Compagnie de l'Odet, en ligne avec la méthodologie retenue dans les comptes consolidés. Nous n'avons pas retenu cette décote pour déterminer l'ANR sur base des cours de bourse de Vivendi et UMG ;

- Trésorerie nette ajustée et autres éléments : l'essentiel de l'écart entre nos travaux et ceux de la banque est lié à la présentation que fait la banque des dettes de loyers (en dette dans les éléments de cash et en créances dans les valeurs des divisions). En dehors de cet écart qui n'a pas d'incidence sur la valeur globale, les autres différences notables sont liées au traitement de la provision pour retraite que nous ne prenons pas en dette (des charges étant prises à ce titre dans les plans d'affaires) et aux intérêts minoritaires que la banque retient pour leur valeur comptable alors que nous les avons réévalués ;
- Frais de holding et décote de holding : la banque a capitalisé les frais de holding (par application d'un multiple de 16,9x, multiple moyen induit d'EBITA 2023 de Bolloré Logistics et Bolloré Energy) ; nous ne retenons pas de frais de holding, considérant qu'ils font très généralement partie de la décote de holding qui peut apparaître entre l'ANR d'une holding et sa valeur de marché. La banque applique ensuite une décote de holding de 30% ou de 35% (2 hypothèses) pour obtenir la valeur de la Société. Nous n'appliquons pas de décote, mais faisons ressortir la décote implicite offerte par le prix d'Offre par rapport à l'ANR.

Sur la base des éléments présentés ci-avant, la banque présentatrice conclut à une valeur par action de 8,02 euros avant décote (entre 5,21 euros et 5,61 euros après décote).

Nos travaux conduisent à une valeur de 8,74 euros par action (soit une décote de 34,2% ressortant du prix d'Offre).

Nous avons également présenté un actif net réévalué intégrant les valeurs consolidées de Vivendi et UMG qui ressort à 9,33 euros (soit une décote de 38,4% ressortant du prix d'Offre).

## 5. Réponse aux courriers reçus d'actionnaires

Nous avons reçu deux courriers d'actionnaires minoritaires.

Le premier exprime son désaccord sur l'Offre qu'il estime notoirement insuffisante. Il estime que la cession de la filiale portuaire africaine à l'armateur MSC pour 5 milliards d'euros aurait dû entraîner le versement d'un dividende exceptionnel et que l'Offre ne reflète pas le potentiel réel de l'action Bolloré SE, qui n'apparaîtra, selon lui qu'au moment où "les conditions seront réunies pour simplifier la galaxie Bolloré". Il indique que l'action Bolloré est estimée communément par les analystes entre 6,60 euros et 7 euros, bien en deçà de ce qu'elle vaut réellement. L'Offre sur Bolloré devrait selon cet actionnaire être réévaluée selon des critères plus objectifs : entre 6 et 7 euros, pour un juste retour à l'actionnaire de la cession de la logistique portuaire.

Le deuxième conteste le fait que la prime proposée par l'Offre ait été calculée sur une base de cours avant annonce des bons résultats de l'année 2022 (annoncés le jour de l'annonce de l'Offre). "Les avantages que les actionnaires dirigeants de Bolloré SE veulent retirer de cette OPAS (leur permettant d'avoir à bon compte une augmentation de 67% à 74%) sont basés sur des informations qu'ils étaient les seuls à posséder." Il termine en estimant qu'un prix autour de 6 euros serait plus équitable.

Ces courriers ne posent pas de véritable question d'évaluation ni d'équité, s'agissant d'une offre purement facultative. Il n'appartient pas à l'expert de se prononcer sur les décisions stratégiques ni sur la politique de distribution de dividende de la Société. Néanmoins, nous nous sommes fait confirmer par la Société qu'elle n'avait pas l'intention à ce jour de simplifier son organigramme.

Sur le prix proposé, nous concluons qu'il est en effet en décote par rapport à l'actif net réévalué de la Société, avec un niveau de décote compris entre 34,2% et 38,4%, dans la fourchette des décotes actuellement observées sur le marché sur les sociétés holdings cotées. Il présente une prime de 12% par rapport au cours de bourse spot au 14 mars, et de l'ordre de 10% par rapport aux moyennes pondérées 1 mois et 3 mois qui intègrent des niveaux de cours élevés par rapport à l'historique (plus haut historique avant annonce de l'Offre, à 5,46 euros atteint le 1er décembre 2022). Ces primes sont calculées pré-annonce de l'Offre, ce qui est habituel. Le fait que l'Offre ait été annoncée le même jour que les résultats 2022 n'est pas inhabituel, ce qui fait que les primes sont de fait calculées sur des cours pré-annonce des résultats. Il est toujours difficile de prédire comment aurait évolué le cours de bourse à la seule annonce des résultats (sans annonce de l'Offre). Nous notons cependant que les bons résultats de Bolloré Logistics et de la logistique pétrolière étaient déjà partiellement connus (résultats semestriels publiés le 29 juillet 2022, chiffre d'affaires des 9 premiers mois de l'année publié le 20 octobre 2022), la cession de la division Bolloré Africa Logistic était également connue (annonce de la réalisation des conditions suspensives le 1er décembre 2022, suivie d'une augmentation du cours à son plus haut historique), les comptes d'UMG et de Vivendi étaient par ailleurs déjà publiés.

Nous concluons (cf. conclusion) que le prix est équitable pour les actionnaires qui souhaitent bénéficier d'une liquidité à un prix qui constitue un plus haut historique, et présente une décote acceptable sur l'ANR, par rapport au marché actuel.

Il est également équitable pour les actionnaires qui souhaitent conserver leurs titres, bénéficier de la relation (l'opération est relative en termes d'actif net et de résultat) et participer aux éventuels développements futurs.

## 6. Synthèse des travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes

### 6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

Le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 5,75 € par action (dividende complémentaire de 0,04€ attaché), fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugé pertinentes :

Références	Valorisation en € expert indépendant	Prime / (décote) sur le prix d'Offre (5,75 €)	Etablissement présentateur	Prime / (décote) sur le prix d'Offre (5,75 €)
<b>Cours de bourse (pré annonce opération)</b>				
- spot	5,13 €	12,1%	5,13 €	12,1%
- moyen pondéré par les volumes 20 jours	5,22 €	10,2%	5,22 €	10,2%
- moyen pondéré par les volumes 60 jours	5,23 €	9,9%	5,23 €	9,9%
- moyen pondéré par les volumes 6 mois			5,03 €	14,3%
- moyen pondéré par les volumes 12 mois			4,84 €	18,8%
- cours maximum historique	5,46 €	5,3%	5,46 €	5,3%
- cours minimum sur 12 mois			4,35 €	32,1%
- objectif de cours des analystes	5,96 €	-3,5%	5,90 €	-2,6%
	<i>(A titre d'information)</i>			
<b>ANR sur la base</b>				
- des valeurs consolidées de Vivendi et UMG	9,33 €	-38,4%		
- des cours de bourse	8,74 €	-34,2%		
- avec une décote de holding de 35%			5,21 €	10,4%
- avec une décote de holding de 30%			5,61 €	2,5%
<b>Référence aux prix de transactions sur le capital</b>				
			4,70 €	22,4%

Nous rappelons que ce prix pourrait être augmenté de 0,25 euro par action si le projet de cession de Bolloré Logistics annoncé par la Société aboutissait à un accord dans les conditions indiquées dans le communiqué de presse de Bolloré SE du 18 avril 2023 et conduisait à la cession effective de cet actif (le règlement du complément de prix étant en tout état de cause conditionné à la réalisation définitive de cette cession). A la date du présent rapport, le conseil d'administration de la Société n'a pas encore reçu d'offre ferme de CMA CGM.

Le prix de 5 milliards d'euros offert à titre indicatif par le candidat acquéreur pour la division est supérieur d'environ 500 millions d'euros à la valeur que nous avons déterminée pour cette division (315 millions après impôts et frais de transaction estimés), ce qui peut s'expliquer par les synergies propres à l'acquéreur :

- Si l'offre d'acquisition devient une offre ferme à l'issue de la due diligence confirmatoire, le prix offert pour la division devient la référence de valeur de cette dernière, l'ANR augmente de 315 millions d'euros (environ 0,11 euros par action) et la décote offerte par le prix de 6 euros par rapport à cet ANR majoré ressort entre 32,2% (sur base cours de bourse Vivendi et UMG) et 36,4% (sur base valeurs dans les comptes consolidés de Vivendi et UMG) ;
- Si l'acquéreur ne remet pas d'offre ferme, l'indication de valeur figurant dans l'offre non engageante ne peut servir de référence de valeur pour la division.

## 6.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

Le Conseil d'administration de la Société nous a désignés en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers, et en particulier de l'article 261-1-I 3°, en raison de l'intention de Compagnie de l'Odet, actionnaire de contrôle de Bolloré SE, de ne pas participer à l'Offre si celle-ci était mise en œuvre.

Notre Mission consiste à porter une appréciation sur l'équité du prix de 5,75 euros offert par la Société à ses actionnaires, au regard d'une analyse de la valeur de l'action de la Société.

Nous observons, à l'issue de nos travaux, que le prix offert fait ressortir :

- des primes de 10% à 12% sur les cours de bourse récents de la Société (spot et moyennes 1 à 3 mois) ;
- une décote de 34,2% sur l'actif net réévalué par action de la Société déterminé sur la base des cours de bourse des titres cotés détenus (y compris Vivendi et UMG) et de la valeur intrinsèque des divisions opérationnelles ;
- une décote de 38,4% sur l'ANR par action déterminé en retenant, pour les participations dans Vivendi et UMG, leur valeur dans les comptes consolidés de Bolloré SE.

Le complément de prix de 0,25 euro s'il était versé conduirait à un prix d'offre de 6 euros par action et réduirait la décote implicite sur l'ANR (intégrant alors le prix de cession de Bolloré Logistics) de 2 points ; la décote s'établirait ainsi dans une fourchette de 32,2% à 36,4%.

L'Offre ne propose pas la pleine valeur de la Société, puisque le prix qu'elle induit présente une décote de 34,2% à 38,4% sur l'actif net réévalué de la Société (hors complément de prix). L'Opération offre cependant aux actionnaires de la Société une liquidité immédiate à un prix supérieur à son plus haut historique à la date d'annonce de l'Offre, et présentant une décote par rapport à l'ANR qui s'inscrit dans le haut de la fourchette des décotes généralement observées sur les holdings cotées sur longue période, et dans le bas de la fourchette des décotes observées actuellement<sup>5</sup>.

Nous rappelons que bien que l'OPAS soit limitée dans le nombre de titres visés, elle peut réduire la liquidité du titre<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> La décote de holding actuellement observée sur les sociétés holdings cotées habituellement étudiées pour expliquer ce type de décote (Eurazeo, Wendel, Altamir, Exor, Groupe Bruxelles Lambert, Peugeot Invest) ressort à 38,9%.

<sup>6</sup> L'un des actionnaires significatifs de la Société, le fonds Yacktman, a toutefois annoncé qu'il ne participerait pas à l'Offre.

Nous rappelons par ailleurs que s'agissant d'une offre initiée par la Société elle-même, c'est elle qui déboursera des liquidités pour racheter ses propres titres. Bien que l'AMF n'ait pas prévu de distinction dans l'expertise indépendante selon le contexte de l'offre, il semble important de considérer également la position de l'actionnaire qui ne participerait pas à la présente Offre<sup>7</sup>.

Dans ce contexte, les conditions offertes paraissent constituer une position équilibrée entre, d'une part, celle des actionnaires de Bolloré SE qui vont souhaiter bénéficier d'une liquidité à un prix supérieur au plus haut historique<sup>8</sup> sur un marché du titre modestement liquide et, d'autre part, celle des actionnaires qui souhaiteront rester exposés à la valeur de la Société à travers ses participations et à travers le développement futur des divisions opérationnelles (étant rappelé la possible cession de Bolloré Logistics) et bénéficier de la relation en termes de capitaux propres et de résultat.

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 5,75 euros par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires qui souhaitent bénéficier d'une liquidité immédiate à un plus haut historique à la date d'annonce de cette Offre. Cette conclusion serait renforcée en cas de réalisation de la cession de la division Bolloré Logistics et de versement du complément de prix de 0,25 euro par action.

Paris, le 18 avril 2023

Sonia Bonnet-Bernard



---

<sup>7</sup> Ainsi, l'APEI dans le Rapport du Groupe de travail « Réflexions sur le prix équitable dans le contexte des offres publiques du 24 octobre 2019 considère : « Dans l'appréciation du caractère équitable, il semble cependant important que l'expert considère également la position de l'actionnaire qui, ne participant pas à l'offre, restera actionnaire d'une société qui aura consacré des liquidités à racheter ses propres titres. »

<sup>8</sup> Plus haut historique à la date d'annonce de l'Offre. Depuis lors, le cours a atteint 5,78 euros en clôture le 17 avril 2023

**Annexe 1 - Lettre de mission de la Société**

A2EF  
60, rue de Longchamp  
92200 Neuilly-sur-Seine

Puteaux, le 14 mars 2023

*A l'attention de Madame Sonia Bonnet-Bernard*

**Objet :** Projet d'offre publique d'achat simplifiée de Bolloré SE sur ses propres actions –  
Désignation de l'expert indépendant

Madame,

Nous vous informons par la présente que, sur proposition du Comité *ad hoc* composé en son sein, le Conseil d'administration de Bolloré SE a décidé, lors de sa réunion du 14 mars 2023, de vous désigner en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée qui pourrait être déposé par Bolloré SE sur ses propres actions (l'« Offre »), selon les termes annoncés dans son communiqué de presse du 14 mars 2023, au prix de 5,75 euros par action Bolloré SE (dividende 2022 attaché<sup>1</sup>).

Nous précisons que le Conseil d'administration a ainsi décidé de désigner le cabinet A2EF, représenté par vous-même, en qualité d'expert indépendant aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, et plus particulièrement en raison du fait que Compagnie de l'Odet, en tant qu'actionnaire de contrôle de Bolloré SE, a indiqué son intention de ne pas participer à l'Offre, si celle-ci était mise en œuvre (article 261-1, I, 3<sup>o</sup>, RG/AMF).

Les termes et modalités de votre mission seront conformes à ceux que vous avez soumis à la Société dans votre proposition d'intervention.

Nous vous prions d'agréer, Madame, l'assurance de notre considération distinguée.



Cédric de Bailliencourt  
Directeur Financier Groupe, dûment  
habilité

<sup>1</sup> L'assemblée générale mixte des actionnaires de Bolloré SE se verra proposer le 24 mai 2023 la distribution d'un dividende complémentaire 2022 de 0,04 euro par action, qui devrait être détaché le 20 juin 2023 et mis en paiement le 22 juin 2023.

## Annexe 2 - Présentation de la société A2EF et de l'équipe

Associés en Evaluation et Expertise Financière (A2EF) est une SAS inscrite à l'Ordre des Experts-Comptables, région Paris Ile de France, fondée par Sonia Bonnet-Bernard le 1<sup>er</sup> mai 2020. Son activité est centrée sur l'évaluation et l'expertise financière.

### Les services

- Attestation d'équité : expertise indépendante dans le contexte d'offres publiques réglementées par l'AMF
- Expertise financière dans le contexte d'opérations nécessitant une appréciation de l'équité entre les différentes parties prenantes dans une situation de conflit d'intérêts et/ou dans le contexte de transactions complexes impliquant des accords connexes ou d'opérations structurantes peu lisibles pour le marché
- Evaluation financière : titres de société, actifs incorporels, instruments financiers complexes
- Evaluation de sociétés ou d'actifs dans un cadre comptable (IFRS 3, IAS 36) ou fiscal
- Assistance à la résolution de pré-contentieux ou contentieux : évaluation de préjudice, appréciation d'une garantie de passif, détermination d'earn out
- Commissariat aux apports, fusion

Depuis sa création, A2EF est intervenu en qualité d'expert indépendant sur les opérations suivantes :

Date	Cible	Activité	Acquéreur	Banque présentatrice	Type d'opération
juil-20	Mediawan	Audiovisuel	BidCo Breteuil	Société Générale	OPA
nov-20	Anevia	Infrastruc diffusion video	Ateme	Lazard	OPMS / OPAS
avr-21	Filae	Site généalogie	Trudaine Participations	Invest Securities	OPA
mai-21	Financière Agache	Holding LVMH	Agache Participations	CACIB	OPR-RO
juin-21	IDSUD	Holding voyage et énergie	IDSUD	Hottinguer	OPRA
juil-21	Nhoa (Engie EPS)	Stockage d'énergie	Taiwan Cement Corporation	Société Générale	OPAS
sept-21	Filae	Site généalogie	Treehouse Junior Limited	Delubac & Cie	OPAS - RO (prolongement mission)
mai-22	1000mercis	Marketing digital	Positive Ympact	Alantra et Portzamparc	OPAS

### L'équipe

A2EF compte quatre associés dont deux actifs au sein de la société : Sonia Bonnet-Bernard et Gilles Vantelon. A2EF bénéficie de l'appui d'un réseau de partenaires privilégiés composé de professionnels indépendants réputés ayant une expérience significative en évaluation et en expertise financière et une grande proximité de vues avec les associés d'A2EF en raison de leur passé commun de plus de 10 ans chez Ricol Lasteyrie Corporate Finance puis chez EY, et/ou de leur collaboration au sein de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) : Alban Eyssette, Jean-Michel Moinade, Frédéric Passedoit.

La qualité des opinions d'A2EF est renforcée par la mise en œuvre systématique d'un contrôle qualité rigoureux, avec l'intervention de partenaires externes de grande réputation, Joëlle Lasry ou Pierre Astolfi.

A2EF est membre de l'APEI, association professionnelle reconnue par l'AMF, et Sonia Bonnet-Bernard en est vice-présidente. Les associés et partenaires d'A2EF respectent un code de déontologie fondé sur celui de l'APEI.

#### **Les associés :**

**Sonia Bonnet-Bernard** a débuté sa carrière au sein de cabinets d'audit à Paris, puis à New York. Spécialiste des normes comptables internationales, elle fut ensuite successivement Directrice des relations internationales de l'Ordre des Experts-Comptables, puis Déléguée Générale du Comité Arnaud Bertrand (devenu Département EIP de la CNCC), coordonnant les positions des grands cabinets d'audit au plan français. Sonia a rejoint en 1998 Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'associée gérante en charge notamment des missions d'expertise indépendante, d'évaluation, de conseil comptable et de support au contentieux. Sonia est devenue associée d'EY au sein du département Conseil à la transaction, suite au rapprochement intervenu en 2015 entre Ricol Lasteyrie Corporate Finance et le groupe EY. Elle a quitté EY en 2020 pour créer A2EF. Sonia est diplômée de l'université Paris IX Dauphine en sciences et techniques comptables et financières. Elle est expert-comptable et expert judiciaire près la Cour d'appel de Paris, administratrice de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) et vice-présidente de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Elle est administratrice et présidente du comité d'audit de Crédit Agricole SA.

**Gilles Vantelon** a commencé sa carrière par 4 ans de conseil en restructuration, il a rejoint Ricol Lasteyrie en 1998 en qualité de manager, en charge notamment de missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Devenu associé en 2008, Gilles est intervenu sur tous types de missions notamment sur de nombreuses attestations d'équité dans un cadre réglementé par l'AMF. Avec l'acquisition de Ricol Lasteyrie Corporate Finance, Gilles a rejoint EY et travaillé trois ans au sein de l'équipe Valuation Modeling & Economics. En 2019, Gilles a créé sa propre structure Acteval Finance dédiée à l'évaluation financière. Il collabore aussi avec la société Ricol Lasteyrie Conseil dans le cadre de missions d'évaluation. Gilles est diplômé de l'université Paris IX Dauphine en sciences économiques. Il est expert-comptable et membre de la SFEV.

#### **A2EF bénéficie en outre de l'appui de partenaires de grande compétence et expertise :**

##### ***Alban Eyssette (n'est pas intervenu sur le dossier Bolloré)***

Alban cumule plus de 25 ans d'expérience dans l'analyse financière et l'évaluation d'entreprise. Il a commencé sa carrière en tant qu'analyste financier, puis directeur de la recherche actions dans différentes maisons (BNP, BNP Equities, CCF, Dexia Securities, Aurel-Leven). Il a rejoint Ricol Lasteyrie en 2008, et en est devenu associé en 2009. Durant les 10 années qu'il y a passé, il s'est spécialisé dans les attestations d'équité. Sensible depuis de nombreuses années aux questions touchant au capital immatériel, il a créé une commission sur ce sujet au sein de la Société Française des Analystes Financiers. Il a également siégé au bureau de l'Observatoire de l'Immatériel de 2015 à 2018. En septembre 2018, il a créé Finance & Sens, sa structure de conseil intervenant sur tout sujet ayant trait à la connexion entre éléments financiers et extra-financiers. Depuis juin 2018, il est également en charge de l'analyse éthique et financière pour Ethiea Gestion. Alban intervient en tant qu'enseignant vacataire à l'ISC. Il est diplômé de Toulouse Business School et du DESS 225 de Paris Dauphine.

**Jean-Michel Moinade (n'est pas intervenu sur le dossier Bolloré)**

Jean-Michel a toujours travaillé dans la banque, qu'il s'agisse de financement (au Crédit Lyonnais et à la Chemical Bank jusqu'en 1989), de marché (chez Indosuez et CACIB jusqu'en 2007) ou de banque d'affaires (chez Oddo-BHF jusqu'en 2018). Il a créé Edaniom, une structure de conseil, début 2019. Il s'est spécialisé dans les valorisations complexes et le conseil en gestion des risques. Jean-Michel est diplômé de l'Ecole Polytechnique et de l'Ecole des Ponts et Chaussées.

**Frédéric Passedoit**

Frédéric a plus de 20 ans d'expérience et a travaillé tout au long de sa carrière aux côtés de dirigeants et d'actionnaires pour leur apporter un savoir-faire indispensable à la prise de décision. Il a débuté sa carrière en cabinet d'expertise comptable et commissariat aux comptes avant de rejoindre Ricol Lasteyrie en 2007, intervenant sur tous types de missions (M&A, évaluation, attestation d'équité, ...). Sa carrière l'a amené à acquérir de multiples compétences sur les aspects comptables, financiers, fiscaux, sociaux et juridiques d'une entreprise. Il a créé en février 2018 sa société de conseil financier Raiz'one.

**Pour le contrôle qualité**, notamment dans le contexte d'offres publiques, A2EF fait intervenir **Joëlle Lasry**, présidente de Lasry Finance, ou **Pierre Astolfi**, associé d'Atriom (qui n'est pas intervenu sur le dossier Bolloré).

Avant de fonder Lasry Finance, **Joëlle Lasry** exerçait au sein de Ricol Lasteyrie Corporate Finance dont elle est devenue associée en 2010. Joëlle intervient depuis près de 20 ans sur les métiers de l'évaluation financière dans des contextes transactionnels, fiscaux, de restructuration, à des fins comptables ou dans des contextes contentieux en tant qu'expert de partie. Elle est, par ailleurs, intervenue sur de nombreuses expertises indépendantes requises par le règlement général de l'AMF dans le cadre d'offres publiques. Elle est titulaire d'une Maîtrise de Sciences de Gestion de Paris I Sorbonne. Elle est expert-comptable et expert judiciaire près la Cour d'Appel de Paris. Elle est membre de la Société Française des Evalueurs (SFEV), du Bureau de la Compagnie des Experts et Conseils financiers (CCFEF), de la commission Evaluation du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables et de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Elle participe à différents groupes de travail et publications en matière d'évaluation financière. De 2009 à 2012, elle a été membre élue du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables où elle a présidé la Commission des normes professionnelles.

**Pierre Astolfi** a été associé du cabinet Ricol Lasteyrie, cabinet au sein duquel il a participé pendant 6 ans à de nombreuses offres publiques et à de nombreuses opérations d'apport et de fusion impliquant des sociétés cotées. Il est aujourd'hui associé au sein du Cabinet Atriom, en charge du département Évaluation et modélisations financières, où il intervient régulièrement pour le compte de sociétés cotées. Pierre est également Maître de conférences en comptabilité et finance à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, en charge notamment de cours d'évaluation financière. Pierre est diplômé de l'Institut Commercial de Nancy, d'une Maîtrise en droit des affaires et d'un Doctorat en Sciences de Gestion. Il est expert-comptable et commissaire aux comptes, spécialisé en évaluation d'entreprises, et expert judiciaire près la Cour d'Appel de Paris. Il est enfin membre actif de la SFAF (Commission comptabilité et analyse financière) et de la SFEV.

## Annexe 3

### Programme de travail détaillé, personnes rencontrées, documents reçus, temps passés et honoraires

#### *Programme de travail détaillé*

Les travaux réalisés au cours de notre mission ont consisté à :

- Acquérir une bonne connaissance de la situation et des perspectives de la Société, ainsi que du contexte spécifique dans lequel se situe l'Opération :
  - o Prise de connaissance des procès-verbaux des réunions du conseil d'administration et de l'assemblée générale sur les deux dernières années
  - o Etude des comptes sociaux et consolidés de la Société et des contributifs des filiales, analyse des boucles d'autocontrôle
- Etudier les notes d'analyse sur Bolloré, Vivendi et UMG
- Mettre en œuvre une méthodologie d'évaluation multicritère
  - o Sélection des méthodes
  - o Analyse du cours de bourse de Bolloré, Vivendi et UMG
  - o Etude des différentes transactions sur les titres de la Société
  - o Evaluation des participations cotées à leur cours de bourse
  - o Evaluation des titres non cotés sur la base de l'actif net des sociétés sous-jacentes
  - o Etude des dividendes versés et mise en œuvre de la méthode du rendement pour information
  - o Etude des plans d'affaires par division de la Société et mise en œuvre d'une analyse DCF par division
  - o Etude des comparables par division (sociétés cotées et transactions) et mise en œuvre d'une évaluation analogique par division
  - o Mise en œuvre de l'actif net réévalué (somme des parties)
- Apprécier les conditions de l'Offre au regard de la valeur de la Société issue des méthodes mises en œuvre
- Examiner l'évaluation établie par la banque présentatrice
- Etudier les questions et commentaires des actionnaires minoritaires
- Rédiger le présent rapport exposant notre opinion sur le caractère équitable des conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre

Nos travaux ont comporté les diligences prévues par l'Instruction n° 2006-08 de l'AMF relative à l'expertise indépendante et par les Recommandations de l'AMF relatives au nouveau régime de l'expertise indépendante, modifiées le 10 février 2020.

Une revue qualité a été conduite par un autre partenaire n'ayant pas participé à la mission.

**Calendrier de l'étude, documents reçus et personnes rencontrées**

La Société a sollicité A2EF en qualité d'expert indépendant le 15 février 2023 et son conseil d'administration l'a formellement désigné le 14 mars 2023. La lettre de mission de la Société et notre propre lettre de mission ont été signées à cette date.

Les travaux se sont déroulés du 15 février 2023 au 18 avril 2023 :

- **15 février** : Entretien avec le management pour exposer le projet d'opération
- **17 février au 9 mars** : Réception, à notre demande, de premiers éléments sur la Société et ses filiales
- **9 mars** : Transmission d'une proposition d'intervention intégrant un projet de diligences envisagées et une indication d'honoraires
- **14 mars** : Réception de la lettre de mission de la Société, transmission de notre propre lettre de mission et liste des informations nécessaires
- **15 mars au 17 mars** : Mise à disposition de l'essentiel des documents nécessaires à notre mission
- **20 mars** : Entretien avec le Président et les directeurs généraux de la Société sur le contexte de l'Offre
- **20 mars** : Entretien avec le management sur les divisions Industrie (Films, Blue, Systèmes)
- **21 mars** : Entretien avec le management sur la division Energie
- **21 mars** : Entretien avec le management opérationnel de la division Logistique
- **22 mars** : Réunion du comité ad hoc sur la méthodologie envisagée et les problématiques identifiées
- **22 au 31 mars** : Nombreux échanges avec le management et la banque présentatrice
- **3 avril** : Réunion du comité ad hoc sur un point d'avancement de nos travaux
- **3 au 7 avril** : Nombreux échanges avec le management
- **7 avril** : Réception d'un projet de rapport de la banque présentatrice et discussion avec ses équipes
- **7 au 11 avril** : Finalisation de l'évaluation multicritère et préparation du rapport
- **11 avril** : Entretien avec la banque présentatrice et le management de la Société
- **12 au 14 avril** : Finalisation du rapport
- **14 avril** : Présentation de nos conclusions au comité ad hoc
- **18 avril** : Transmission du rapport définitif au conseil d'administration de la Société

**Principaux documents reçus :**

- Lettre de mission de la Société, éléments juridiques et financiers sur la Société
- Projet de note d'information
- Rapport de la banque présentatrice
- Notes d'analystes sur Bolloré, Vivendi et UMG
- Eléments juridiques sur la Société

- Comptes sociaux et consolidés de la Société et détail des comptes
- Contributif détaillé des filiales aux comptes consolidés (comptes sociaux)
- Plans d'affaires des divisions opérationnelles

### ***Principaux interlocuteurs***

#### *Bolloré SE (Société)*

Cyrille Bolloré : Président directeur général

Fabricio Protti: Directeur général adjoint

Cédric de Bailliencourt : Directeur financier

Adrien Oost : Directeur juridique

Caroline Descaves Garcia : Directrice Financière adjointe

Juliette Laquerrière : Directrice Financière adjointe

#### *Comité ad-hoc de la Société*

Sophie Kloosterman

Alexandre Picciotto

François Thomazeau

#### *Conseil juridique de l'Opération*

Cabinet Bompont : Dominique Bompont

#### *Natixis (Banque présentatrice)*

Georges Chabenne : Managing director

Alvin Philippe : Directeur associé

### ***Bases de données et sources utilisées :***

Capital IQ

Fairness Finance

### ***Temps passés et honoraires***

Sonia Bonnet-Bernard : 300 heures

Gilles Vantelon : 230 heures

Frédéric Passedoit : 300 heures

Peer Review Joëlle Lasry : 40 heures

Soit un total de 870 heures.

Nos honoraires se sont élevés à 250 000 euros hors taxes et hors frais.

## Annexe 4

### Diligences effectuées par la personne en charge de la revue de la qualité du rapport d'expertise

La revue de la qualité du rapport d'expertise a été réalisée par Joëlle Lasry, expert-comptable et commissaire aux comptes (présidente de Lasry Finance), membre de l'APEI.

#### *Déclaration de Joëlle Lasry :*

Je déclare être indépendante au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF. J'atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connus de moi, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptibles d'affecter mon indépendance et l'objectivité de mon jugement dans l'exercice de ma Mission.

Je déclare avoir effectué mes travaux en toute indépendance d'esprit et sans subir aucune pression de l'Expert ni de l'équipe intervenant sur la Mission.

J'ai été désignée dès l'acceptation de la mission par l'Expert. J'ai apprécié la cohérence et la pertinence de la méthodologie mise en œuvre par l'Expert. Je me suis par ailleurs assurée que les travaux d'expertise ont été réalisés conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante et des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

A cet effet, mes principales diligences ont consisté en une revue approfondie du rapport d'expertise et en des entretiens avec l'expert indépendant et l'équipe associée à la mission tout au long de celle-ci. J'ai eu accès au modèle d'évaluation de l'Expert et d'une manière générale à l'ensemble de la documentation demandée. Je n'ai participé d'aucune autre manière aux travaux d'évaluation.

Le temps passé au titre de cette revue indépendante s'élève à environ 40 heures.

**Joëlle Lasry**



## **Offre publique d'achat simplifiée initiée par Bolloré SE sur ses propres titres Addendum au rapport de l'expert indépendant du 18 avril 2023**

L'AMF nous a communiqué le courriel d'un actionnaire minoritaire de la société Bolloré SE (« la Société ») qui critique sur deux aspects l'attestation d'équité que nous avons émise dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée proposée par Bolloré SE sur ses propres titres.

Le premier aspect concerne un sujet de gouvernance lié à la composition du comité ad hoc<sup>1</sup>. Il n'appartient pas à l'expert indépendant de se prononcer sur des questions de gouvernance. En conséquence, nous ne répondrons pas à ce point.

Le deuxième aspect concerne l'approche mise en œuvre pour tenir compte des boucles d'auto-contrôle, avec notamment les griefs suivants :

- le rapport serait incomplet car il ne fournirait aux actionnaires minoritaires aucune vision économique de l'importance de ces boucles d'auto-contrôle ;
- la méthode de valorisation serait biaisée pour minorer la valeur des titres Bolloré :
  - o l'approche usuelle serait d'annuler l'autocontrôle (à l'actif et en nombre de titres) ;
  - o l'hypothèse implicite faite par l'Expert serait que les titres d'autocontrôle pourraient être revendus sur une base très significativement inférieure à leur valeur réelle, au détriment de l'intérêt de l'ensemble de ses actionnaires ;
  - o la méthode consistant à annuler l'autocontrôle avait été employée par l'expert indépendant désigné dans le cadre de l'offre initiée par Bolloré sur Havas en 2014 et un expert ne peut en désavouer un autre ;
  - o l'expert retient que le prix de l'Offre fait apparaître une décote qui serait cohérente avec les décotes constatées sur des holdings cotées. Toutefois, il ne caractérise pas en quoi Bolloré serait comparable à ces sociétés (Eurazeo, Exor, Altamir, Wendel, GBL, Peugeot Invest), aucune des sociétés retenues n'a par exemple exploité comme Bolloré différentes activités industrielles.

Comme nous l'avons indiqué dans notre rapport, page 6, le groupe détient un autocontrôle important par l'intermédiaire de participations dans les holdings de contrôle de la Société (Omnium, Financière V, Sofibol et Compagnie de l'Odet). L'organigramme présenté page 7 et page 38 du rapport d'expertise montre de manière claire l'importance de cet autocontrôle (via les titres détenus par le groupe Bolloré dans ses holdings faitières), qui est d'ailleurs parfaitement connu du marché, l'information étant publique depuis de nombreuses années<sup>2</sup>.

Le débat sur la valeur des boucles d'autocontrôle mesurée par une approche purement mathématique visant à supprimer les boucles d'autocontrôle n'est pas nouveau mais reste au cas particulier sans fondement économique. La prise en compte de la valeur de ces boucles selon cette approche conduirait à nier la réalité et la complexité de la détention de la Société. Cette complexité ne disparaîtra pas après l'Offre, l'organigramme actionnarial n'aura pas changé.

---

<sup>1</sup> Selon le rédacteur du courriel : M. Picciotto de la société Orfin, l'un des deux principaux minoritaires de la Société n'a rien indiqué sur ses intentions et, en l'absence de toute expression de son intention quant à apporter ou non, il ne devrait pas être considéré comme indépendant.

<sup>2</sup> L'autocontrôle dit « Rivaud » qui a suivi l'acquisition du groupe Rivaud en 1996 fait l'objet de nombreux articles et analyses (encore récemment note Alpha Value du 22 mars 2023).

Dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable d'une offre de rachat par la Société de ses propres actions, portant de surcroît sur une quantité limitée de titres, l'expert considère également la position de l'actionnaire qui, ne participant pas à l'offre, restera actionnaire d'une société qui aura consacré des liquidités à racheter ses propres titres. Dans ce contexte, la prise en compte d'une valeur théorique sans portée concrète en l'absence de tout projet de débouclage, dans le cadre d'une simple offre de liquidité qui n'induit aucune simplification de l'organigramme, ne serait pas pertinente.

Nous avons évalué les boucles d'autocontrôle dans leur état actuel (cf. notre rapport pages 37 et 38), c'est-à-dire en considérant que ces boucles ne seront pas annulées dans un avenir prévisible, hypothèse confirmée par la Société (cf. notre rapport page 37). Ainsi, contrairement à ce qu'indique le rédacteur du courriel, cette approche ne conduit pas à faire, de manière implicite, l'hypothèse que les boucles pourraient être revendues sur une base très significativement inférieure à leur valeur réelle, mais encore une fois en considérant que ces boucles ne seront pas débouclées dans un avenir prévisible.

Rappelons par ailleurs que les titres détenus par le groupe Bolloré dans ses holdings faitières (les boucles d'autocontrôle) sont dépourvus de droits de vote et qu'ils sont très peu liquides, situation qu'une simple approche mathématique de la valeur de ces boucles ne permet pas d'appréhender<sup>3</sup>.

Il convient également de rappeler que la méthode que nous avons retenue, sur la base du cours de bourse de Compagnie de l'Odet avait, contrairement à ce qu'indique le rédacteur du courriel, également été retenue par l'expert indépendant qui était intervenu dans le cadre de l'offre publique d'échange initiée par Bolloré sur Havas en 2014<sup>4</sup>.

Enfin les titres détenus par le groupe Bolloré dans ses holdings faitières sont valorisés à la juste valeur dans les comptes consolidés de la Société selon la même méthodologie que celle que nous avons mise en œuvre sur la base du cours de bourse de Compagnie de l'Odet, méthodologie mise au point avec l'aide de l'expert indépendant intervenu en 2014<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> L'approche mathématique qui consiste soit à annuler l'autocontrôle dans le nombre de titres comme le suggère l'actionnaire minoritaire, soit à calculer par itération la valeur du titre Bolloré en prenant en compte à chaque niveau la relation induite par le débouclage, reflète une situation virtuelle où la cascade de holding et les boucles d'autocontrôle auraient disparu. La disparition des boucles d'autocontrôle, qui n'est pas à l'ordre du jour, prendrait du temps et aurait un coût, probablement significatif qui n'a, à notre connaissance, jamais été chiffré.

<sup>4</sup> L'expert intervenu en 2014 avait retenu une seconde approche consistant à annuler les titres d'autocontrôle et à prendre en compte une décote. Nous n'avons pas connaissance d'autres expertises indépendantes sur le titre Bolloré, qui auraient retenu l'approche consistant à annuler les titres d'autocontrôle (logés dans les holdings de contrôle) dans le nombre de titres (approche non retenue par exemple dans le cadre de la fusion-absorption de Financière du Loch par Bolloré) ; de même les analystes financiers, tout au moins dans leurs analyses récentes, n'utilisent pas cette méthode non plus. Ainsi, s'agissant de titres détenus par des filiales dans les holdings de contrôle de la Société, l'approche par annulation de l'autocontrôle n'est pas usuelle : au cas particulier d'une simple offre de liquidité aux actionnaires qui n'induit aucune simplification de l'organigramme, elle ne paraît pas pouvoir être retenue.

<sup>5</sup> Selon le document de référence 2017, page 197 : « Au cours de l'exercice 2017, avec l'aide d'un expert indépendant, le Groupe a revu la méthode de valorisation de ces titres. Elle est basée sur le cours de Bourse des titres Financière de l'Odet et intègre une décote qui reflète la moindre liquidité de ces titres, sur la base d'un modèle de valorisation dite du « Protective Put » (modèle de Chaffe). »

S'agissant de l'échantillon de holdings considéré pour faire ressortir une décote de holding de marché, nous rappelons qu'il a pour but de donner une indication de l'évolution des décotes de holding sur quelques années, le degré de comparabilité des activités exercées et des participations détenues n'est donc que secondaire dans ce contexte. Le fait que la Société exploite des activités industrielles ne la disqualifie pas en tant que holding : elle gère des activités et des participations diversifiées de manière active, dont la valeur globale telle qu'appréciée par le marché est en décote par rapport à la somme des valeurs individuelles de ces activités et participations. Le prix proposé par l'Offre réduit cette décote à un niveau en ligne avec celui qui ressort de l'échantillon de holdings cotées usuellement retenu pour étudier la décote de holding (Eurazeo, Wendel, Altamir, Exor, GBL, Peugeot Invest).

En conclusion, notre rapport contient l'information permettant de comprendre les différentes sources de valeur qui composent la valeur de la Société, notamment celle des titres détenus par le groupe Bolloré dans ses holdings faitières (les boucles d'autocontrôle), et précise que nous avons évalué ces boucles d'autocontrôle dans leur état actuel dans la mesure où la Société nous a confirmé qu'il n'existait pas de projet de simplification de l'organigramme qui permettrait de les déboucler au moins partiellement et dans le cadre d'une offre de rachat par la Société d'une quantité limitée de ses propres titres. Les éléments soulevés par l'actionnaire minoritaire ne sont pas de nature à remettre en cause notre conclusion sur l'équité des termes de l'Offre.

Paris le 4 mai 2023



Sonia Bonnet-Bernard