



**REMISE DU RAPPORT D'ÉVALUATION ET PRIX PROPOSÉ DANS LE CADRE DU
RETRAIT OBLIGATOIRE DES ACTIONS PLANTATIONS DES TERRES ROUGES S.A.
PRÉCÈDE D'UNE FACULTE D'ÉCHANGE CONTRE DES ACTIONS BOLLORÉ SA**

Le 19 avril 2013

PRIX PROPOSÉ DU RETRAIT OBLIGATOIRE :

2.000 euros par action Plantations des Terres Rouges S.A.

AVIS IMPORTANT

La présente notice se rapporte à une procédure de retrait obligatoire initiée par Bolloré SA sur les titres de Plantations des Terres Rouges S.A., conformément aux dispositions de la loi luxembourgeoise du 21 juillet 2012 relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire de titres de sociétés admis ou ayant été admis à la négociation sur un marché réglementé ou ayant fait l'objet d'une offre au public (la « **Loi Retrait Rachat** »).

Les détenteurs de titres disposent d'un droit d'opposition au projet de retrait obligatoire selon les termes et le délai prévus à l'article 4(6) de la Loi Retrait Rachat. Toute opposition au sens de l'article 4(6) de la Loi Retrait Rachat doit être reçue par la CSSF au plus tard cinq jours après l'échéance du délai pour faire opposition.

Sous réserve du respect des dispositions de la Loi Retrait Rachat, à l'issue de la procédure de retrait obligatoire, les titres qui n'auront pas été présentés au plus tard à la date de clôture du retrait obligatoire seront transférés de manière automatique et de plein droit à l'actionnaire majoritaire, sans accord préalable des détenteurs de titres restants.

Retrait obligatoire. – La société Bolloré SA, société anonyme au capital social de 429.926.496 euros, ayant son siège social à Odet – 29500 Ergue Gaberic (France), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Quimper sous le numéro 055.804.124, dont les actions sont admises aux négociations du marché réglementé NYSE Euronext Paris (Code ISIN : FR0000039299), a annoncé le 21 mars 2013 sa décision de mettre en œuvre un retrait obligatoire sur les actions de la société Plantations des Terres Rouges S.A. non détenues par le Groupe Bolloré, conformément aux dispositions de l'article 4(1) de la Loi Retrait Rachat (le « **Retrait Obligatoire** »).

Le prix proposé du Retrait Obligatoire est de 2.000 euros par action Plantations des Terres Rouges S.A., en application des dispositions de l'article 4(5) de la Loi Retrait Rachat.

Le juste prix dans le cadre du Retrait Obligatoire a été évalué par le cabinet Accuracy, représenté par M. Bruno Husson, agissant en tant qu'expert indépendant au sens de l'article 4(5) de la Loi Retrait Rachat, sur la base de méthodes objectives et adéquates en matière de cession d'actifs qu'il a déterminées. Conformément aux dispositions de l'article 4(5) de la Loi Retrait Rachat, le rapport de l'expert indépendant figure en Annexe au présent communiqué.

Le paiement du dividende attaché aux actions Plantations des Terres Rouges S.A. au titre de l'exercice 2012, qui sera de 35 euros brut par action sous réserve de l'accord de l'assemblée générale annuelle, interviendra préalablement à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Le rapport de l'expert indépendant au titre du Retrait Obligatoire conclut comme suit :

« Sur la base de ce qui précède, la valeur des capitaux propres du groupe PTR au 31 décembre 2012 ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 2 235 m€ et 2 321 m€, soit entre 1 969 € et 2 044 € par action.

Etant donné que le paiement du dividende au titre de l'exercice 2012 (soit 35 € par action) interviendra préalablement à la mise en œuvre du Retrait, il convient de calculer une estimation coupon détaché. Celle-ci ressort entre 1 934 € et 2 009 €.

Sur cette base, nous estimons que le prix proposé de 2 000€ dans le cadre du Retrait reflète le juste prix du titre PTR. »

Plantations des Terres Rouges S.A. est une Soparfi luxembourgeoise au capital de 17.029.125 euros divisé en 1.135.275 actions ordinaires sans désignation de valeur nominale, et entièrement libérées. Son siège social est 43, boulevard du Prince-Henri, L-1724 Luxembourg, immatriculée au registre du commerce du Luxembourg sous le numéro B 71 965. Les actions émises par la société Plantations des Terres Rouges S.A. sont admises aux négociations des marchés réglementés NYSE Euronext Paris et de la Bourse de Luxembourg (Code ISIN : LU0012113584).

Faculté d'échange. – La société Bolloré SA souhaite offrir aux actionnaires de Plantations des Terres Rouges S.A. une faculté de reporter leur investissement au sein du Groupe Bolloré avant le règlement-livraison du Retrait Obligatoire. A cette fin, la société Bolloré SA souhaite proposer aux actionnaires de Plantations des Terres Rouges S.A., préalablement à la réalisation du Retrait Obligatoire, une faculté d'échange de leurs actions Plantations des Terres Rouges S.A. contre des actions Bolloré SA à émettre et portant jouissance à compter du 1^{er} janvier 2013. La parité d'échange sera de sept actions Bolloré SA (n'ouvrant pas droit au dividende 2012) pour une action Plantations des Terres Rouges S.A. Bolloré SA a sollicité Accuracy, représenté par M. Bruno Husson, aux fins d'obtenir une opinion indépendante sur le caractère raisonnable de cette parité d'échange.

Le paiement du dividende attaché aux actions Plantations des Terres Rouges S.A. au titre de l'exercice 2012 interviendra préalablement à l'ouverture de la faculté d'échange.

Les actions nouvelles Bolloré SA proposées dans le cadre de cette faculté d'échange seront admises aux négociations du marché NYSE Euronext Paris.

Cette faculté d'échange ne sera proposée que sous la condition que le Retrait Obligatoire soit mis en œuvre au prix proposé, Bolloré SA se réservant la possibilité de reconsidérer sa position si le prix du Retrait Obligatoire était différent. Par ailleurs, la faculté d'échange est également soumise à l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la société Bolloré SA, qui se tiendra le 5 juin 2013, d'une résolution autorisant le conseil d'administration à augmenter le capital à l'effet de rémunérer les actions Plantations des Terres Rouges S.A. qui seraient acquises dans le cadre de cette faculté d'échange.

La faculté d'échange fera l'objet de certaines restrictions géographiques (à l'exception de la France et du Luxembourg) et donnera lieu à l'établissement d'un prospectus soumis au visa de l'Autorité française des Marchés Financiers pour l'offre au public et l'admission aux négociations du marché NYSE Euronext Paris des actions nouvelles Bolloré SA qui seront remises dans le cadre de la faculté d'échange.

La faculté d'échange n'est pas soumise à la Loi Retrait Rachat. La CSSF ne se prononcera pas sur les conditions et l'opportunité économique ou financière de la faculté d'échange (en particulier sur la parité d'échange retenue), ni sur la qualité et la solvabilité de l'émetteur dont les titres sont remis en échange des titres Plantations des Terres Rouges S.A.

Calendrier indicatif

Bolloré SA procèdera à la publication des informations relatives à la date et aux modalités de paiement définitives du Retrait Obligatoire en application des dispositions des articles 4(6) et 4(7) de la Loi Retrait Rachat.

Le présent calendrier est fourni à titre indicatif.

19 avril 2013	Communication par Bolloré SA à la CSSF et à Plantations des Terres Rouges S.A. du prix du Retrait Obligatoire et du rapport d'évaluation de l'expert indépendant Diffusion par Bolloré SA et Plantations des Terres Rouges S.A. du prix du Retrait Obligatoire et du rapport d'évaluation de l'expert et mise en ligne sur le site Internet des sociétés. Ouverture du délai pour former opposition au Retrait Obligatoire
26 avril 2013	Avis du conseil d'administration de Plantations des Terres Rouges S.A. sur le Retrait Obligatoire
19 mai 2013	Expiration du délai pour former opposition au Retrait Obligatoire
28 mai 2013	Diffusion par Bolloré SA et par Plantations des Terres Rouges S.A. des informations relatives à la date et aux modalités de paiement définitives du Retrait Obligatoire et mise en ligne sur le site Internet des sociétés Dépôt du prospectus auprès de l'Autorité française des Marchés Financiers
5 juin 2013	Assemblée générale annuelle de Bolloré SA
6 juin 2013	Paiement du dividende de Plantations des Terres Rouges S.A.
11 juin 2013	Visa de l'AMF sur le prospectus
12 juin 2013	Délivrance par l'Autorité française des Marchés Financiers à la CSSF du certificat d'approbation accompagné d'une copie du prospectus sur lequel l'Autorité française des Marchés Financiers a apposé son visa Mise à disposition du public du prospectus au siège social de Plantations des Terres Rouges S.A. et de Bolloré SA et mise en ligne sur le site Internet des sociétés
13 juin 2013	Ouverture de la période pendant laquelle les actions Plantations des Terres Rouges S.A. peuvent être présentées à la faculté d'échange ou au Retrait Obligatoire
28 juin 2013	Clôture de la période pendant laquelle les actions Plantations des Terres Rouges S.A. peuvent être présentées à la faculté d'échange ou au Retrait Obligatoire
A définir	Règlement-livraison de la faculté d'échange et du Retrait Obligatoire

Mise à disposition des documents

Les documents relatifs au Retrait Obligatoire (dont le rapport de l'expert indépendant) feront l'objet d'une diffusion par Bolloré SA par l'intermédiaire d'un diffuseur professionnel au sens de l'article 221-4 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers française, seront mis en ligne sur son site Internet (www.bollore.com) et seront disponibles sans frais auprès des sociétés pendant toute la durée de la procédure de Retrait Obligatoire :

Bolloré SA
Odet,
29500 Ergué-Gabéric (France)

Plantations des Terres Rouges
43, boulevard du Prince Henri
L-1724 Luxembourg

Les communications de Plantations des Terres Rouges S.A, en application des dispositions de la Loi Retrait Rachat, seront effectuées selon les modalités de la loi du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence sur les émetteurs de valeurs mobilières.

Le prospectus sera disponible sans frais auprès de Bolloré SA et de Plantations des Terres Rouges S.A. aux adresses ci-dessus. Il sera également disponible gratuitement sur les sites Internet de Bolloré SA (www.bollore.com), de Plantations des Terres Rouges S.A. (www.plantationsdesterresrouges.com), de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Bourse de Luxembourg (www.bourse.lu). L'attention du public est attirée sur la section du prospectus relative aux « facteurs de risque ».

Le présent communiqué ne constitue pas un prospectus au sens de la Directive 2003/71/CE du Parlement Européen et du Conseil du 4 novembre 2003, telle qu'amendée et telle que transposée respectivement dans chacun des Etats membres de l'Espace Economique Européen (la « Directive Prospectus »).

Le présent communiqué ne constitue pas et ne saurait être considéré comme constituant une offre au public, une offre de souscription ou comme destiné à solliciter l'intérêt du public en vue d'une opération par offre au public dans un quelconque pays.

Le présent communiqué ne constitue pas une offre de titres financiers ou un quelconque démarchage visant l'achat ou la souscription de titres financiers aux Etats-Unis. Le présent communiqué ne doit pas être publié, transmis ou distribué, directement ou indirectement, sur le territoire des Etats-Unis, du Canada, de l'Australie ou du Japon.

Rapport d'évaluation
dans le cadre du retrait obligatoire initié par le groupe Bolloré
sur les actions de Plantations des Terres Rouges S.A.
Avril 2013

Transaction Support & Advisory

Forensics, Litigation & Arbitration

Valuation & Fairness Opinion

Corporate Recovery Services

Economics & Business Analysis

1. Contexte, objectif et déroulement de la mission confiée à Accuracy

1.1 Contexte de la mission

Bolloré (le « Groupe ») est un groupe industriel diversifié coté sur le marché *Euronext Paris* (compartiment A) et contrôlé par son président directeur général, Vincent Bolloré, et sa famille. Dans le cadre de la politique de simplification des structures du Groupe, le management de *Bolloré* a déjà réalisé à l'automne 2012 la fusion-absorption du holding *Financière du Loeb* par *Bolloré S.A.*

Dans le même esprit, les dirigeants du Groupe souhaitent proposer une sortie aux actionnaires minoritaires de *Plantations des Terres Rouges S.A.* (« la Société », « PTR »), société cotée à la bourse de Luxembourg et à la bourse d'*Euronext Paris* et détenue à 97,17% par *Bolloré S.A.* et d'autres sociétés du Groupe. Plus précisément, le Groupe a proposé aux actionnaires minoritaires de PTR soit de leur racheter leurs actions dans le cadre d'un retrait obligatoire (« le Retrait »), soit d'échanger leurs actions contre des titres *Bolloré* dans le cadre d'une offre publique d'échange (« l'Offre ») (ci-après « l'Opération »).

C'est dans ce contexte que le Groupe a sollicité *Accuracy* aux fins d'obtenir (i) un rapport d'évaluation des titres PTR visés par le Retrait, et (ii) une opinion indépendante sur le caractère raisonnable de la parité d'échange proposée dans le cadre de l'Offre. Le présent document constitue le rapport d'évaluation susmentionné que l'initiateur du Retrait doit remettre à la *Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)*, en application des dispositions de l'article 4(5) de la Loi Retrait Rachat.

Accuracy a été formellement mandaté par *Bolloré* en vertu d'une lettre de mission en date du 5 mars 2013 et sa désignation en qualité d'expert indépendant dans le cadre du Retrait a été publiquement annoncée le 21 mars 2013, concomitamment à l'annonce de l'Opération et de ses conditions financières, à savoir un prix indicatif de 2 000 € par action dans le cadre du Retrait (« le Prix de Retrait ») et une parité de 7 actions *Bolloré* pour 1 action PTR dans le cadre de l'Offre (« la Parité d'échange »). Entre ces deux dates, nous avons recueilli toute l'information requise pour l'évaluation du titre PTR (en ce compris les plans d'affaires des branches d'activités du groupe *Bolloré*), entamé les travaux d'évaluation et échangé avec le Groupe, afin de nous forger une première opinion sur le caractère équitable du Prix de Retrait proposé par le groupe *Bolloré*. Depuis l'annonce de l'Opération, nous avons poursuivi nos travaux d'évaluation et rédigé le présent rapport au terme duquel nous donnons notre estimation de la valeur du titre PTR et notre opinion définitive sur le caractère équitable du Prix de Retrait.

Comme on le verra plus loin, l'évaluation du titre PTR repose principalement sur l'évaluation du titre *Bolloré*, car la valeur de la Société réside très largement sur la valeur des participations qu'elle détient indirectement dans *Bolloré S.A.* et les holdings de contrôle du Groupe. Or, à l'automne dernier, nous sommes intervenus une

première fois à la demande de *Bolloré* pour délivrer une opinion indépendante sur la parité envisagée pour la fusion absorption de *Financière du Loch* par *Bolloré SA*, opération déjà mentionnée plus haut à propos de la simplification de l'organigramme recherchée par les dirigeants du Groupe. Par suite, les travaux d'évaluation réalisés sur le groupe *Bolloré* dans le cadre de la présente Opération procèdent pour une large part d'une mise à jour des travaux approfondis réalisés à l'automne dernier. A cet égard, nous réitérons ici la déclaration faite au dirigeants du Groupe en confirmant que le montant des honoraires perçus au titre de notre première mission n'est pas susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la présente mission.

1.2 Présentation d'Accuracy

Accuracy (41 rue de Villiers, 92 523 Neuilly-sur-Seine Cedex, RCS Nanterre 479 527 640) est une société de conseil en finance d'entreprise, codétenue par ses Associés et le groupe *Aon*, numéro un mondial du courtage d'assurances et de réassurances. Implantée en Europe, Amérique du Nord et en Inde, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 200 consultants (dont une centaine à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

La présente mission a été réalisée par Bruno Husson, Associé. Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée à la bourse de Paris. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il est également Professeur Affilié du Groupe HEC, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.

L'équipe associée à cette mission comprend en outre un manager disposant d'une expérience de plus de cinq ans dans le domaine du conseil financier et deux consultants. Enfin, Henri Philippe, Associé, a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

1.3 Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'article 4(5) de la loi Rachat Retrait, *Accuracy*, représenté par Monsieur Bruno Husson, Associé, atteste intervenir en tant qu'expert « indépendant de toute partie concernée et dans le chef duquel il n'existe aucun conflit d'intérêts ». A cet égard, *Accuracy* considère que la mission effectuée récemment pour le compte du groupe *Bolloré* ne la place pas en situation de conflit d'intérêts et n'est pas susceptible d'affecter l'objectivité de son jugement dès lors que les honoraires perçus au titre de cette mission ont représenté moins de 0,5% du chiffre d'affaires annuel.

1.4 Informations utilisées

Dans le cadre de notre mission, nous avons utilisé les informations confidentielles communiquées par le management du Groupe et ses conseils, ainsi que les informations publiques disponibles. Les principales informations utilisées peuvent être classées comme suit.

Pour le groupe *Bolloré* :

- organigramme juridique du Groupe au 31 décembre 2012 ;
- document de référence 2011, rapport semestriel 2012, comptes sociaux et comptes consolidés 2012 (hors annexes) ;
- liste des sociétés consolidées par le Groupe au titre de l'exercice 2012 (incluant les pourcentages d'intérêt associés) ;
- ventilation par branche d'activité de la valeur comptable des intérêts minoritaires figurant au bilan consolidé au 31 décembre 2012 ;
- comptes sociaux des principaux holdings du Groupe au 31 décembre 2012 ;
- détail des participations détenues, dans des sociétés cotées ou non cotées, par les holdings du Groupe au 31 décembre 2012 ;
- plans d'affaires 2013-2015 des différentes activités opérationnelles de la Société (comptes de résultats et tableaux de flux de trésorerie) ;
- informations publiques (cours boursier, publications et consensus d'analystes financiers, etc.) diffusées par la base de données financières *Bloomberg*.

Pour *PTR* :

- rapport annuel 2011, rapport semestriel 2012, comptes consolidés 2012 (y compris annexes) ;
- liste des sociétés consolidées par la Société au titre de l'exercice 2012 (incluant les pourcentages d'intérêt associés) ;
- plans d'affaires 2013-2015 des différentes activités opérationnelles de la Société (comptes de résultats et tableaux de flux de trésorerie) ;
- informations publiques (cours de bourse, états financiers, etc.) diffusées par la base de données financières *Bloomberg*.

1.5 Limites de nos travaux

Nous attirons l'attention sur les éléments suivants.

- Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) que la Société ou ses conseils nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.
- Conformément à la définition de notre mission, les informations communiquées et en particulier les plans d'affaires des branches d'activités n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes du Groupe et, le cas échéant, des explications orales données par le management sur les perspectives de développement, ceci dans l'intervalle de temps limité dévolu à notre mission et en l'absence de tout contact avec les responsables opérationnels directs des activités évaluées. Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels des entités évaluées, nos travaux

ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

Par ailleurs, les dirigeants du Groupe nous ont confirmé dans une lettre d'affirmation que les informations utilisées dans nos travaux reflètent à leur connaissance la situation de la Société et celle du Groupe à la date du présent rapport, ainsi que les perspectives de développement anticipées à cette date, et qu'ils ne disposaient à la date du présent rapport d'aucun élément d'information susceptible d'infléchir significativement dans un sens ou dans un autre le résultat de nos travaux d'évaluation.

Le rapport qui suit est structuré en cinq parties distinctes. Après la présente section sur le contexte général de notre mission, la deuxième section fournit une présentation succincte de *PTR* et du groupe *Bolloré* et en tire des conclusions sur la démarche d'évaluation à mettre en œuvre pour l'évaluation des deux entités. La troisième section est consacrée à la présentation de la démarche méthodologique retenue pour l'évaluation du groupe *Bolloré*, tandis que la quatrième section détaille les modalités de mise en œuvre et les résultats obtenus. Après avoir indiqué les éléments spécifiques à prendre en compte dans l'évaluation de *PTR*, la cinquième partie donne la fourchette d'estimations obtenue pour le titre *PTR*.

2. Présentation de la société PTR et du groupe Bolloré

La majeure partie du patrimoine de *PTR* réside dans les participations qu'elle détient indirectement dans la société *Bolloré SA* et les holdings qui la contrôlent, à savoir *Financière de l'Odet*, *Sofibol*, *Financière V* et *Omnium Bolloré* (« les Holdings de Contrôle »). Après une présentation succincte de *PTR* assortie d'une analyse de la vie boursière du titre, la présente section comporte principalement une présentation du groupe *Bolloré* intégrant également une analyse de la vie boursière du titre et conclut sur la démarche d'évaluation à mettre en œuvre pour l'évaluation de *PTR* compte tenu de la spécificité de sa structure tant patrimoniale qu'actionnariale.

2.1 Présentation de la société PTR

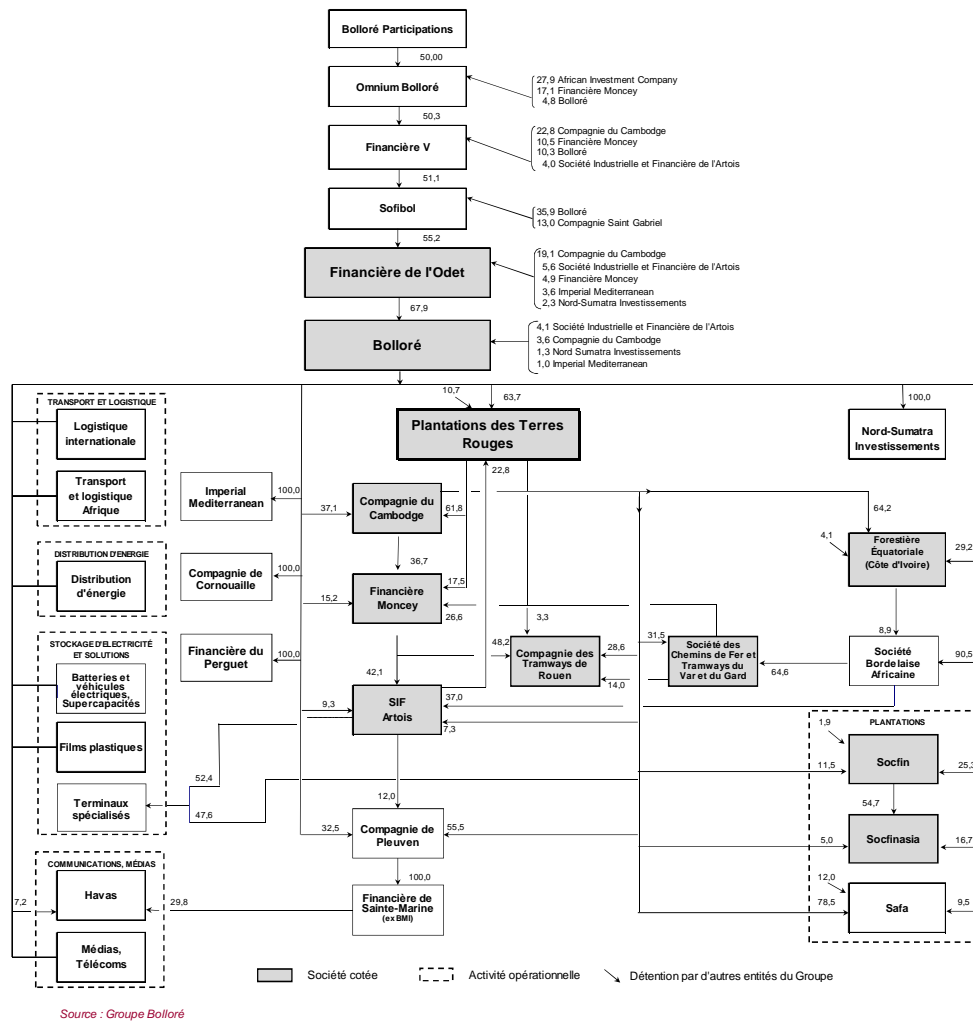
2.1.1 Un holding complexe en termes de structure patrimoniale et actionnariale

Cotée à la bourse de Luxembourg et à la bourse d'*Euronext Paris*, *PTR* est un pur holding détenu à 97,17% par *Bolloré SA* et d'autres sociétés du Groupe. Comme le montre l'organigramme simplifié du groupe *Bolloré* au 31 décembre 2012 présenté plus loin, la Société fait partie d'un vaste ensemble de holdings aux ramifications complexes, héritage du groupe *Rivaud* acquis par *Bolloré* à la fin des années quatre-vingt-dix.

En termes de patrimoine, *PTR* détient des participations dans une dizaine de holdings du groupe *Bolloré*, dont certains sont également cotés en bourse (*Compagnie du Cambodge*, *Financière Moncey*, ...) et d'autres pas (*PTR Finance*, *Socphipard*, *Rivaud Innovation* ...). Dans un souci de simplification, en se fondant sur l'information donnée par le bilan consolidé, le patrimoine de *PTR* peut être divisé en deux blocs d'importance très inégale en termes de valeur, comme indiqué par les résultats de nos travaux d'évaluation (cf. *infra*, section 5.4).

- Le premier bloc recouvre les intérêts détenus indirectement par *PTR* dans certaines activités opérationnelles (concessions portuaires, fermes américaines et plantations agricoles en Afrique) et certains actifs financiers du groupe *Bolloré*.
- Le second bloc recouvre les participations que *PTR* détient indirectement (notamment via *Société Industrielle et Financière de l'Artois*, *Compagnie du Cambodge* et *Financière Moncey*) dans *PTR*, *Bolloré SA* et dans certains des Holdings de Contrôle (*Financière de l'Odet*, *Financière V* et *Omnium Bolloré*).

- Organigramme simplifié du groupe Bolloré au 31 décembre 2012 -



En termes d'actionariat, la situation de PTR présente deux similitudes et une différence avec celle de Bolloré SA.

- Première similitude : l'existence d'une « boucle d'auto-détention », vocable que nous utilisons dans la suite du rapport pour désigner une structure actionnariale dans laquelle la société considérée détient via des entités de son périmètre de consolidation une fraction de ses propres titres. Ainsi, des sociétés appartenant au périmètre de consolidation de Bolloré SA (à savoir Société Industrielle et Financière de l'Artois, Compagnie du Cambodge, Nord Sumatra Investissement, Imperial Mediterranean) détiennent 9,9% des actions Bolloré émises à fin 2012 ; de même à titre d'exemple, Compagnie du Cambodge (société contrôlée par PTR) détient 10,0% des actions PTR émises à fin 2012.
- Deuxième similitude : l'existence d'une « boucle d'autocontrôle », vocable que nous utilisons dans la suite du rapport pour désigner une structure actionnariale dans laquelle la société considérée détient via des entités de son périmètre de consolidation une fraction des titres de sociétés non consolidées par elle et qui détiennent directement ou indirectement une fraction de ses propres titres. Ainsi, des sociétés appartenant au périmètre de consolidation de Bolloré SA

détiennent des participations dans les Holdings de Contrôle ; de même, comme mentionné plus haut, des sociétés appartenant au périmètre de consolidation de PTR détiennent des participations dans *Bolloré SA* et certains des Holdings de Contrôle (*Financière de l'Odet*, *Financière V* et *Omnium Bolloré*).

- Différence : le poids des intérêts minoritaires dans la boucle d'auto-détention. Alors que le pourcentage d'intérêt de *Bolloré SA* dans les filiales et sous-filiales détenant une fraction de ses propres titres est proche de 100%, la situation est tout autre chez PTR où le pourcentage d'intérêt dans les deux filiales concernées n'est que de 20,3% dans la *Société Industrielle et Financière de l'Artois* (consolidée par mise en équivalence) et de 47,3% dans la *Compagnie du Cambodge*. Or, dans la mécanique de consolidation, l'existence de ces intérêts minoritaires a pour effet de faire baisser le pourcentage d'intérêt de la société consolidante dans sa consolidation (égal à 100% en l'absence de minoritaires dans la boucle d'auto-détention) : ce pourcentage atteint ainsi 99,4% chez *Bolloré SA* et descend à 76,6% chez PTR.

2.1.2 Vie boursière du titre

Coté à la bourse de Luxembourg et à la bourse d'*Euronext Paris*, PTR affichait le 20 mars 2013, soit la veille de l'annonce de l'Opération, une capitalisation boursière d'environ 1 600 m€. En raison de la structure de l'actionnariat mentionnée plus haut, le flottant est de très faible taille (44 m€ à la même date) et le marché du titre particulièrement étroit (volume d'échange quotidien de 18 titres en moyenne sur les trois derniers mois).

	PTR - Liquidité du titre précédant l'Offre						
	Cours de bourse moyen en € (1)	Volume quotidien moyen (2)		Volume cumulé (2)			En m€
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant (3)	
20/03/2013 *	1 385	-	-	-	-	-	-
Dernière semaine	1 446	25	0,0 %	127	0,0 %	0,4 %	0,2
Dernier mois	1 452	10	0,0 %	191	0,0 %	0,6 %	0,3
3 derniers mois	1 366	18	0,0 %	1 130	0,1 %	3,5 %	1,5
6 derniers mois	1 319	18	0,0 %	2 292	0,2 %	7,1 %	3,0
12 derniers mois	1 192	15	0,0 %	3 865	0,3 %	12,0 %	4,6

(1) cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

(2) Les volumes correspondent aux volumes échangés sur Euronext Paris

(3) sur la base d'un flottant de 32 107 titres

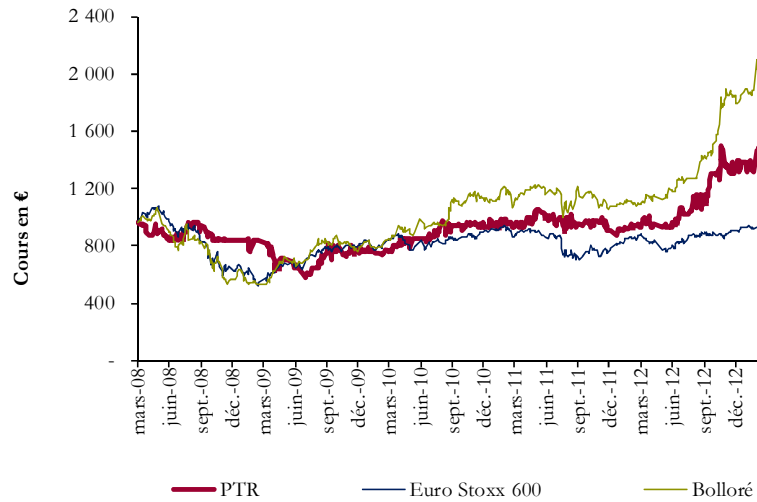
* Le 20/03/2013, veille de l'annonce de l'Opération, aucun échange n'a eu lieu sur le titre. Le cours présenté correspond au dernier cours coté soit celui observé le 18/03/2013

Source : Bloomberg - 20/03/2013

Comme expliqué ci-avant (cf. *supra*, section 2.1.1), la majeure partie du patrimoine de PTR est constitué indirectement par des titres *Bolloré*. Sans surprise, on observe une forte corrélation entre le cours de PTR et le cours de *Bolloré* (ce dernier faisant l'objet d'une analyse détaillée en section 2.2.4).

Pendant, comme attesté par le graphique ci-après, cette corrélation a fortement diminué depuis novembre 2012, l'envolée du titre *Bolloré* (+27% entre le 2 novembre 2012 et le 18 mars 2013) n'ayant pas engendré une augmentation similaire du cours du titre PTR (+4% sur la même période).

PTR - Cours de bourse sur les 5 dernières années précédant l'Offre

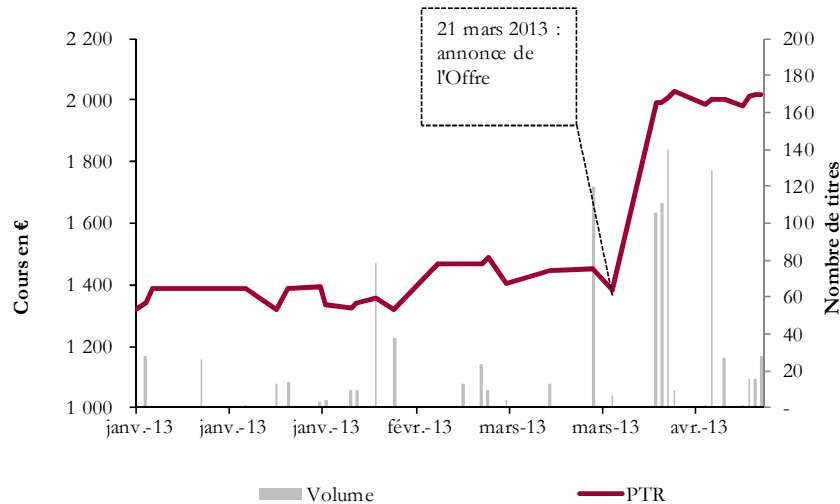


Note : l'Euro Stoxx 600 et le cours de Bolloré ont été rebasés sur le cours de PTR

Source : Bloomberg - 20/03/2013

Après l'annonce publique du projet de retrait obligatoire le 21 mars 2013, le cours de l'action *PTR* s'est rapidement positionné autour du prix indicatif de 2 000 € indiqué par l'initiateur et le volume d'échanges a un peu augmenté tout en restant très modeste (33 titres par jour en moyenne depuis l'annonce du projet de retrait obligatoire). Ces deux éléments sont le signe que le marché a réagi favorablement à l'annonce de l'Offre.

PTR - Cours de bourse et volumes échangés depuis début janvier 2013



Source : Bloomberg - 15/04/2013



2.2 Présentation du groupe Bolloré

Bolloré est un conglomérat dont le patrimoine comprend un ensemble très diversifié d'activités opérationnelles, ainsi qu'un important portefeuille d'actifs financiers dont la majeure partie est constituée par les titres de la boucle d'autocontrôle.

2.2.1 Un ensemble très diversifié d'activités opérationnelles

Le groupe œuvre principalement dans les domaines d'activités suivants.

- Transport et logistique (54% du CA 2012). *Bolloré* est le leader de la logistique intégrée en Afrique, où la société est présente notamment dans les concessions portuaires (terminaux à conteneurs), la manutention et la logistique. Le Groupe est également un acteur majeur de la commission de transport et de la logistique à l'échelle internationale, bénéficiant d'une présence importante en Asie et en Europe.
- Distribution d'énergie et logistique pétrolière (36% du CA 2012). *Bolloré* est le deuxième distributeur français de fioul domestique et exploite un réseau européen de stations-service et d'agences de commercialisation. Le Groupe est également présent dans la logistique pétrolière, notamment au travers de l'exploitation de l'oléoduc Donges-Melun-Metz et de plusieurs dépôts pétroliers.
- Communication et médias (8% du CA 2012). *Bolloré* détient des participations dans (i) le groupe publicitaire *Havas* (détenu à 37,05% suite à l'OPRA intervenue au 1^{er} semestre 2012 et consolidé par intégration globale depuis le 1^{er} septembre 2012 suite à la nomination de Yannick Bolloré en tant que Directeur Général Délégué), (ii) le quotidien gratuit *Direct Matin*, (iii) l'institut de sondages d'opinions et d'études de marché *CSA*. Le Groupe est également présent dans le secteur des télécommunications dont la contribution au chiffre d'affaires du pôle est relativement faible.
- Stockage d'électricité et solutions (2% du CA 2012). Fort de sa position de leader mondial des films pour condensateurs, *Bolloré* a développé une technologie de batteries électriques selon le procédé lithium métal polymère (LMP) qu'il est le seul au monde à mettre en œuvre. Afin de démontrer la supériorité de cette technologie sur la technologie concurrente utilisée par tous les autres acteurs du secteur (lithium-ion), le Groupe a massivement investi dans les applications directes : véhicules électriques (voitures et bus) avec la vitrine représentée par *Autolib* à Paris et vraisemblablement dès 2013 dans d'autres villes de France et à l'international, ainsi que stockage d'électricité en liaison avec le développement des énergies renouvelables (éolien et solaire). En outre, le Groupe est un acteur majeur des terminaux et systèmes de contrôle d'accès et d'identification pour les transports. A l'automne 2012, le management a indiqué sa volonté d'introduire en bourse son pôle Stockage Electricité et Solutions.
- Autres activités (moins de 1% du CA 2012). Le chiffre d'affaires provient des plantations d'hévéas et de palmiers à huile en Afrique (via la société *SAFA*), et plus modestement des fermes américaines et des domaines viticoles du sud de la France. Cette branche comprend également les coûts centraux du Groupe.

2.2.2 Un portefeuille d'actifs financiers composé de participations cotées et des participations détenues dans les Holdings de Contrôle

Bolloré détient à fin 2012 un portefeuille de participations minoritaires dans des sociétés cotées en bourse dont les principales sont les suivantes :

- *Vivendi* (5,0%), groupe spécialisé dans les télécommunications, la télévision, la musique et l'édition de jeux vidéo ;
- *Vallourec* (1,6%), leader mondial des tubes sans soudure en acier.
- *Mediobanca* (6,0%), une des principales banques d'investissement italiennes ;
- *Socfin* (38,7%) et *Socfinasia* (21,7%), sociétés opérant des plantations d'hévéas et de palmiers à huile en Afrique et en Asie ;
- *Bigben Interactive* (16,7%), un des leaders européens de la conception et de la distribution d'accessoires pour consoles de jeux vidéo ;
- *Harris Interactive* (13,9%), un des principaux instituts d'études de marché à l'échelle internationale ;
- *Gaumont* (9,6%), société française de production, distribution et exploitation cinématographique ;
- *Aegis Group* (6,4%), société britannique de conseil media et d'achat d'espaces publicitaires ; il s'agit du solde d'une participation plus importante (26,4% fin 2011) dont la majeure partie a été cédée à l'été 2012 au groupe japonais *Dentsu* et dont le solde a été apporté en mars 2013 à l'offre publique initiée par ce dernier groupe.

Une partie significative des actifs financiers détenus par le Groupe est constituée par les participations que *Bolloré SA* détient indirectement via ses très nombreuses filiales et sous-filiales (dont beaucoup sont de purs holdings) dans les Holdings de Contrôle (et aussi de façon plus marginale dans *Bolloré SA* elle-même).

2.2.3 Des activités opérationnelles très différenciées en termes de maturité et donc de croissance, rentabilité et risque

Le groupe *Bolloré* est présent dans une large palette de métiers et d'activités dont les degrés de maturité sont très divers. Certains métiers sont ainsi relativement matures (transport-logistique, publicité) avec des activités associées dont le potentiel de développement est encore très significatif (logistique Afrique) ou au contraire plus modeste (Havas) voire en régression (distribution de fioul domestique). A l'inverse, d'autres métiers émergent (stockage d'énergie) avec des activités associées qui ont un profil de *start-up*. Par ailleurs, certains métiers sont très capitalistiques (concessions portuaires), tandis que d'autres sont très peu consommateurs de capitaux (commission transport), ce qui génère une grande hétérogénéité des marges opérationnelles au sein du Groupe. Enfin, quel que soit leur degré de maturité, les activités du Groupe bénéficient aujourd'hui ou devraient bénéficier à l'avenir d'une position concurrentielle solide.

Transport et logistique

Cette branche d'activité, qui a dégagé en 2012 une marge opérationnelle de 9%, regroupe deux activités bien distinctes en termes d'intensité capitalistique, de marge opérationnelle et de risque.

-
- Logistique internationale (55% du chiffre d'affaires de la branche). Cette activité de commission de transport et de logistique internationale se caractérise par une très faible intensité capitalistique si bien que, malgré des marges opérationnelles relativement modestes, la rentabilité sur les capitaux employés (ROCE pour *Return On Capital Employed*) est plus élevée. A titre d'illustration, les principales sociétés cotées du secteur (*Kuene & Nagel, DSV, Panalpina*) affichent en moyenne une marge d'EBIT d'environ 3% et une rotation des capitaux employés de l'ordre de 10, si bien que la rentabilité des capitaux employés avoisine 30% avant impôts. Les perspectives de croissance de cette activité sont liées à l'évolution du commerce international, mais devraient également bénéficier du développement du continent africain ainsi que de la volonté du groupe de développer l'axe Afrique-Asie en obtenant des concessions dans des ports d'Asie du Sud-Est en synergie avec sa présence significative dans les ports africains. S'agissant du degré de risque, l'activité se caractérise par une forte sensibilité à la conjoncture économique mondiale (et donc aux cycles économiques) et un fort levier opérationnel (poids relatif élevé des coûts de structure).
 - Logistique Afrique (45% du chiffre d'affaires de la branche). L'activité du Groupe en Afrique recouvre deux métiers distincts : (i) exploitation de concessions portuaires (terminaux à conteneurs) et ferroviaires, (ii) manutention et logistique (principalement à l'aide d'une flotte de plusieurs milliers de camions). A la différence de l'activité de commission de transport, l'activité de concessions portuaires se caractérise par une forte intensité capitalistique, et cela d'autant plus qu'un nombre significatif de contrats a été conclu récemment et que les premières années d'exploitation se caractérisent souvent par des investissements importants. S'agissant des perspectives de développement, l'activité est portée par les bonnes perspectives de croissance économique du continent africain. En termes de risque, si les deux métiers ont une sensibilité comparable à la conjoncture économique, les charges de structure sont plus difficiles à ajuster en cas de baisse de l'activité dans le métier de concession. Enfin, les deux métiers supportent un risque non diversifiable supplémentaire lié à la zone géographique.

Distribution d'énergie et logistique pétrolière

L'activité de distribution de fioul domestique, qui a dégagé en 2012 une marge opérationnelle modeste de 1,1%, est cependant peu capitalistique, si bien que la rentabilité des capitaux employés est satisfaisante. A titre d'illustration, les sociétés cotées engagées dans des activités raisonnablement comparables (*Parkland Fuel* et *Rubis*), affichent une rotation des capitaux employés de l'ordre de 4,5 et des marges d'EBIT autour de 4,5%. L'activité de logistique pétrolière (stockage de produits pétroliers notamment) nécessite en revanche des investissements bien supérieurs, mais bénéficie conséquemment d'un meilleur niveau de marge comme illustré par *Vopak*, société néerlandaise de stockage de produits pétroliers dont la marge opérationnelle élevée (de l'ordre de 35%) vient compenser une faible rotation des capitaux employés (environ 0,3). Les perspectives de croissance sont négatives pour la distribution de fioul et modestes pour la logistique pétrolière. S'agissant du risque opérationnel, si les activités de distribution de fioul et de stockage de produits pétroliers sont peu sensibles aux cycles économiques (le facteur météorologique est le facteur prépondérant), le levier opérationnel de la seconde activité est supérieur.

Communication et médias

En 2012, les données opérationnelles de cette branche d'activité intègrent pour la première fois celles du groupe *Havas* (consolidé par intégration globale à compter du 1^{er} septembre). Hors *Havas*, les activités de la branche (*CSA*, *Direct Matin* et activités *telecom*) sont fortement déficitaires (marge opérationnelle de -28% en 2011 et de l'ordre de -25% en 2012). En ce qui concerne *Havas*, depuis l'entrée du groupe Bolloré et la nomination de Vincent Bolloré Président non exécutif en 2005, la marge opérationnelle s'est redressée pour atteindre 13,5% en 2012. Avec la mondialisation du métier, le risque non diversifiable a notablement diminué au cours des quinze dernières années pour rejoindre le niveau de risque opérationnel proche de la moyenne du marché.

Stockage d'électricité et solutions

Cette branche d'activité n'a généré que 2% du chiffre d'affaires du Groupe en 2012, mais a représenté cette même année 37% des investissements industriels nets. Elle recouvre trois activités aux degrés de maturité très différents.

- Films plastiques. Si le segment historique films plastiques pour emballage est à maturité, le segment films plastiques pour condensateurs (lié au développement des batteries) est aujourd'hui confronté à la concurrence forte des groupes asiatiques. En termes de risque, on relève une forte sensibilité à la conjoncture et un levier opérationnel élevé lié à la forte intensité capitalistique du métier.
- Batteries et activités liées. Cette activité très capitalistique a la particularité d'être en phase de démarrage, ce qui interdit tout exercice d'analyse financière historique. Bien plus, le fait que *Bolloré* fasse figure d'entreprise pionnière sur ce marché émergent n'offre guère de visibilité sur les perspectives de développement du chiffre d'affaires. Aussi, en dépit de la belle vitrine résultant du démarrage réussi d'*Autolib'* à Paris, la capacité de *Bolloré* à créer durablement de la valeur avec sa technologie sur le segment spécifique des véhicules électrique relève d'un pari industriel dont les chances de succès sont à ce jour difficiles à évaluer.
- Terminaux spécialisés. Cette activité est peu capitalistique. Les sociétés cotées comparables (*Datalogic* et *Kaba*) bénéficient d'une marge opérationnelle relativement élevée si bien que le ROCE avoisine 20% avant impôts. Les perspectives de croissance sont favorables en raison du développement de nouvelles applications telles que l'auto-partage et l'automatisation des caisses dans la grande distribution.

2.2.4 Vie boursière du titre

Caractéristiques du titre

Coté sur le marché *Euronext Paris* (compartiment A), *Bolloré* affiche au 15 avril 2013 une capitalisation boursière de 7,9 mds€. Compte tenu de la structure actionnariale évoquée plus haut, la taille du flottant est néanmoins réduite. En effet, après déduction des titres *Bolloré* détenus par les Holdings de Contrôle et les filiales du Groupe, le flottant se limite à 22% du capital (soit environ 1,7 mds€) dont 5% détenu par *Orfim*. Conséquence de cette situation, le marché du titre *Bolloré* est relativement étroit et peu actif, comme attesté par le niveau modeste du volume d'échanges au cours des trois derniers mois (4 941 titres en moyenne par jour correspondant à un montant d'environ 1,4 m€).

Bolloré - Liquidité du titre

	Cours de bourse moyen en € (1)	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant (2)	En m€
15/04/2013	294	1 404	0,0 %	1 404	0,0 %	0,0 %	0,4
Dernière semaine	294	2 177	0,0 %	10 885	0,0 %	0,2 %	3,2
Dernier mois	302	3 960	0,0 %	71 371	0,3 %	1,2 %	21,5
3 derniers mois	289	4 941	0,0 %	291 817	1,1 %	4,9 %	84,4
6 derniers mois	271	5 082	0,0 %	620 063	2,3 %	10,4 %	168,1
12 derniers mois	225	5 009	0,0 %	1 252 693	4,7 %	21,0 %	282,4

(1) cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

(2) sur la base d'un flottant de 5 959 668 titres

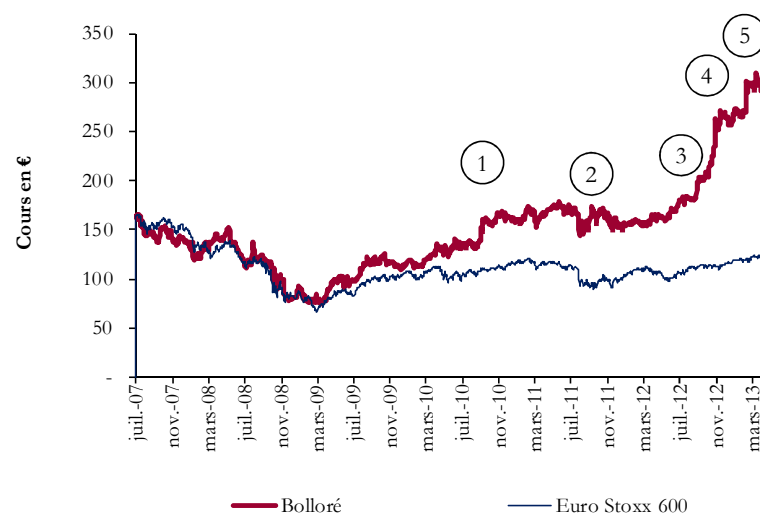
Source : Bloomberg - 15/04/2013

Par ailleurs, le Groupe fait l'objet d'un suivi régulier par quatre analystes financiers (source : base de données *Bloomberg*), soit un nombre relativement faible au regard de la capitalisation boursière du Groupe, mais cohérent avec la taille réduite du flottant.

Evolution du cours depuis l'été 2007

Depuis l'été 2007, le cours du titre Bolloré a presque doublé, passant de 162 € le 16 juillet 2007 à 293 € au 15 avril 2013. Le graphique ci-dessous retrace l'évolution du cours du Groupe depuis juillet 2007, en la comparant à l'évolution de l'indice *Euro Stoxx 600*.

Bolloré - Evolution du cours de bourse par rapport à l'Euro Stoxx 600 depuis l'été 2007



Source : Bloomberg - 15/04/2013

Légende du graphique

- (1) Second semestre 2010 : lancement de la chaîne *Direct Star*, développement des voitures électriques, acquisition dans le secteur de la logistique pétrolière ;
- (2) Septembre 2011 : annonce de la cession de *Direct Star* et *Direct 8* au groupe *Canal +* contre des titres Vivendi ;
- (3) Juillet 2012 : accord avec *Dentsu* sur la cession de la participation détenue dans *Aegis* ;
- (4) Novembre 2012 : initiation de la couverture du titre par le bureau d'études *Exane* (prix-cible initial de 331 € le 5 novembre, revu à la hausse à 340 € le 8 novembre) ;
- (5) Février 2013 : mise à jour de la note du bureau d'études *Exane* avec un prix-cible de 370 €, laquelle précède l'annonce publique du chiffre d'affaires du Groupe pour l'exercice 2012.

De juillet 2007 à avril 2010, le cours de bourse de *Bolloré* évolue globalement comme l'indice *Euro Stoxx 600*. Le printemps 2010 ouvre cependant une période de surperformance du titre *Bolloré* par rapport à l'indice, car le marché boursier dans son ensemble est affecté par la crise de la dette souveraine grecque à laquelle le Groupe n'est pas exposé.

La fin de l'été 2010 est ponctuée par d'importantes annonces du management accueillies positivement par le marché, telles que le lancement de la chaîne *Direct Star*, une acquisition dans le domaine de la logistique pétrolière (acquisition de 49% de la société *Les Combustibles de Normandie – LCN*), les perspectives de développement des voitures électriques (*Blue Car*).

Après la baisse généralisée de l'été 2011 liée à l'envolée des rendements des obligations d'Etat italiennes et espagnoles, le cours de *Bolloré* remonte brutalement en septembre 2011, passant de 156 € à 170 € en l'espace de 10 jours de bourse, suite à l'annonce de la vente des chaînes *Direct Star* et *Direct 8* à *Canal +*.

Cependant, c'est à partir de novembre 2012 que le cours du titre *Bolloré* entame sa plus forte progression. Le mouvement est amorcé par l'initiation de couverture par le bureau d'études *Exane* qui juge le titre de *Bolloré* notoirement sous-évalué. L'analyste d'*Exane* affiche en effet un prix-cible de 331 € le 5 novembre (revu à 340 € le 8 novembre), soit un potentiel de hausse de plus de 30% sur le cours d'alors. A l'appui de cette recommandation d'achat (i) les fortes perspectives de croissance du Groupe sur le continent africain à l'heure où l'économie européenne est à la peine, (ii) les réserves de valeur liées à la simplification espérée d'une structure juridique particulièrement complexe. Force est de constater que le marché a été sensible à cette analyse : en quinze jours de bourse, le cours passe de 236 € à 271 €, soit une hausse de 15% quand l'*Euro Stoxx 600* sur la même période diminuait de 1%.

En février 2013, quelques jours avant la publication du chiffre d'affaires 2012, *Exane* publie une mise à jour de sa note de novembre 2012 avec un prix-cible de 370 € à nouveau supérieur de 30% au cours de bourse. Au lendemain de cette publication, le cours du titre progresse de 11% et franchit pour la première fois la barre symbolique des 300 €. Depuis lors, le cours de *Bolloré* navigue autour de ce seuil, la publication des résultats 2012 et de l'annonce de l'Opération le 21 mars 2013 n'ayant pas eu d'impact significatif.

2.3 Implications sur la démarche d'évaluation de PTR

2.3.1 Nécessité d'une évaluation préalable du groupe *Bolloré* selon une approche en « Somme des Parties »

Comme indiqué plus haut, la majeure partie du patrimoine de *PTR* est constitué par les participations indirectes qu'il détient dans certains des Holdings de Contrôle. De ce fait, l'évaluation de *Bolloré* est un passage obligé de l'évaluation de *PTR* : la démarche méthodologique retenue pour l'évaluation du Groupe, les modalités de mise en œuvre et les résultats obtenus font ainsi l'objet des sections 3 et 4 du présent rapport.

Compte tenu de la grande diversité du patrimoine du Groupe (large palette d'activités opérationnelles et important portefeuille d'actifs financiers), l'évaluation du titre *Bolloré* ne peut que procéder de la démarche méthodologique dite « somme des

parties » (également couramment désignée par le vocable « méthode de l'ANR » pour actif net réévalué) qui consiste à évaluer séparément les différentes composantes. Dans ce cadre, nous avons en outre respecté le principe d'une évaluation multicritères en utilisant l'ensemble des références et méthodes d'évaluation disponibles et considérées comme pertinentes dans chaque cas d'espèce.

Les différents « blocs » et « sous-blocs » du patrimoine du Groupe qui ont ainsi fait l'objet de travaux d'évaluation spécifiques sont les suivants :

- activités opérationnelles : Transport et logistique, Distribution d'énergie et logistique pétrolière, Communications et médias, Batteries et activités liées et Autres actifs (plantations, domaines viticoles, fermes américaines et coûts centraux) ;
- actifs financiers : titres de participation cotés et non cotés détenus par le Groupe, à l'exclusion des titres des boucles d'autocontrôle et d'auto-détention ;
- titres de la boucle d'autocontrôle : titres des Holdings de Contrôle détenus directement ou indirectement par *Bolloré SA* ;
- titres de la boucle d'auto-détention : titres *Bolloré* détenus indirectement par *Bolloré SA*
- actifs/passifs fiscaux : actifs (et passifs) fiscaux du Groupe tels que des économies fiscales sur reports déficitaires ;
- dette financière nette consolidée ;
- autres passifs à caractère de dette : provisions pour risques et charges, engagement de rachat des minoritaires...
- intérêts minoritaires : intérêts minoritaires présents au niveau des différentes branches d'activités et des holdings détenus directement ou indirectement par *Bolloré SA*.

2.3.2 Enjeu lié à l'évaluation des titres des boucles d'autocontrôle et des boucles d'auto-détention

Comme indiqué plus haut, une fraction significative du patrimoine de *Bolloré* est constitué par les titres de la boucle d'autocontrôle (i.e. participations détenues dans chacun des Holdings de Contrôle) et par les titres de la boucle d'auto-détention (i.e. titres *Bolloré* détenus indirectement par *Bolloré SA*). Cette spécificité est encore plus marquée chez *PTR* où les titres de la boucle d'autocontrôle (i.e. participations détenues dans *Bolloré SA* et dans certains des Holdings de Contrôle) représentent la majeure partie du patrimoine de la Société.

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

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

Pour fixer la Valeur de Référence, nous n'avons pas retenu le cours de bourse de *Bolloré*, référence pourtant couramment utilisée pour l'évaluation de boucle d'autocontrôle. En effet, comme évoqué plus haut (cf. *supra*, section 3.1.3), aucune assurance ne peut être raisonnablement donnée quant à l'efficacité du marché du titre *Bolloré* et donc de la pertinence de la référence représentée par le cours de bourse.

Comme on le verra plus loin (cf. *infra*, section 3.2.3), nous avons déterminé la Valeur de Référence en appliquant une décote par rapport à la valeur intrinsèque nette des activités opérationnelles et des actifs financiers, ces derniers intégrant les titres des boucles d'autocontrôle et d'auto-détention sur la base de cette même Valeur de Référence. Cette décote résulte des frottements liés à la complexité des chemins de détention, des coûts liés à la simplification de la structure du capital ainsi que du temps pour réaliser l'opération. Par analogie, exception faite de l'impact des frottements et coûts divers susmentionnés, on peut l'estimer en considérant la décote observée par rapport à un prix d'équilibre théorique lors d'une modification structurelle du capital d'une société, telle qu'une introduction en bourse. Nous avons ainsi retenu une décote de 25%.

3. Démarche méthodologique retenue pour l'évaluation du groupe Bolloré

La présente section expose la démarche méthodologique retenue pour l'évaluation du groupe *Bolloré*. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères fondée d'une part sur l'analyse des références d'évaluation disponibles (cours de bourse notamment) et la mise en œuvre de méthodes relevant de deux approches complémentaires de l'évaluation d'entreprises, à savoir l'approche intrinsèque (méthode DCF) et l'approche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables).

3.1 Références d'évaluation disponibles

3.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable d'une entreprise n'est généralement pas considéré comme une référence pertinente de la valeur de marché des actions, notamment parce qu'il n'intègre ni le goodwill généré en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation. Ces considérations s'appliquent dans le cas présent, si bien l'actif net comptable consolidé du Groupe (soit 5,9 mds€ en part du groupe et 219 € par action à fin 2012) ne peut constituer une référence pertinente de la valeur de marché du titre *Bolloré*.

3.1.2 Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas identifié sur la période récente de transactions significatives portant sur les actions de *Bolloré SA* (par exemple augmentation de capital ou cession d'un bloc de titres représentant une part significative du capital) et susceptibles de constituer une référence pertinente de la valeur de marché du titre *Bolloré*. Relevons à cet égard que la dernière opération significative sur le capital de *Bolloré*, à savoir la fusion absorption de *Financière du Loch* par *Bolloré SA* (création de 1 165 019 actions *Bolloré* représentant environ 4,5% du capital) a certes extériorisé une parité de fusion, mais en l'absence de référence d'évaluation pour les titres *Financière du Loch* aucune valeur implicite du titre de *Bolloré* ne peut être inférée de cette parité.

3.1.3 Cours de bourse et prix cible des analystes financiers.

Sur la base des développements précédents sur la vie boursière du titre (cf. *supra*, section 2.2.4), deux éléments nous conduisent à relativiser la pertinence du cours boursier comme référence de la valeur de marché du Groupe.

En premier lieu, le marché du titre *Bolloré* est relativement étroit et peu actif comme attesté par la faiblesse du flottant et des volumes échangés, si bien qu'une information isolée (par exemple l'opinion donnée par un analyste) peut provoquer des variations de cours très significatives. En second lieu, la complexité du portefeuille d'activités et de la structure juridique du Groupe, conjuguée avec la

profondeur nécessairement limitée de l'information sectorielle communiquée par le management, nous conduisent à relativiser la pertinence des prix-cibles avancés par les analystes. Ainsi, aucune assurance ne peut être raisonnablement donnée quant à l'efficacité du cours de bourse de *Bolloré*, ce qui nous conduit à écarter cette référence.

A titre d'information, les prix cibles des analystes financiers ayant publié sur le Groupe depuis l'annonce des résultats 2012 le 21 mars 2013 font ressortir une fourchette d'estimations large, comprise entre 247 € et 370 € (cf. tableau ci-dessous).

Bolloré - Prix-cibles et recommandations des analystes					
En €	Date de la publication	Cours au 5 avril	Prix cible	Potentiel de hausse/baisse	Recommandation
AlphaValue	04/04/2013	297	247	(17)%	<i>sell</i>
CM - CIC Securities(ESN)	26/03/2013	297	342	15 %	<i>accumulate</i>
Natixis	22/03/2013	297	283	(5)%	<i>neutral</i>
Exane BNP Paribas	22/03/2013	297	370	25 %	<i>outperform</i>

Source : Bloomberg

Note : Seules ont été retenues les recommandations postérieures au 21/03/2013 suite à la publication des résultats 2012

3.2 Principe de mise en œuvre des méthodes retenues pour l'évaluation des composantes du patrimoine du Groupe

3.2.1 Activités opérationnelles

Méthode DCF

- Estimation des *free cash flows* sur la période 2013-2015. Le management nous a communiqué les plans d'affaires des différentes branches d'activités du Groupe sur la période 2013 à 2015. Les prévisions sont issues du plan quadriennal réalisé à l'automne 2012, les données relatives au budget 2013 ayant été mises à jour en mars 2013.
- Extrapolation des plans d'affaires. Afin d'intégrer dans l'évaluation le potentiel de développement des différentes activités de *Bolloré* au-delà de l'horizon du plan d'affaires, nous avons considéré une période d'extrapolation de cinq ans (jusqu'à fin 2020). Au cours de cette période, les *free cash flows* de chacune des activités du Groupe ont été déterminés sur la base d'hypothèses relatives à la croissance et la rentabilité des capitaux employés.
- Détermination d'une valeur terminale. La valeur de chacune des branches d'activité au terme de l'horizon de prévision explicite (soit fin 2020) a été déterminée par la méthode usuelle consistant à actualiser à l'infini un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuel correspondant au taux d'inflation anticipé à long terme. Compte tenu des incertitudes à l'horizon des plan d'affaires, nous avons considéré, pour la détermination des flux de la période d'extrapolation et du flux normatif au terme de cette période, deux scénarios (haut et bas) fondés sur des hypothèses différenciées de marge opérationnelle ou de rentabilité des capitaux employés.

-
- Détermination d'un taux actualisation. Contrairement à la pratique traditionnelle des évaluateurs, nous n'avons pas retenu le coût moyen pondéré du capital (WACC pour *Weighted Average Cost of Capital*) pour actualiser les *free cash flows* espérés générés par le portefeuille d'activités de la Société. A cet égard, nous considérons que les modalités de calcul usuelles de ce taux conduisent très probablement à surestimer l'impact positif que la structure financière est supposée produire sur la valeur des actifs. La raison en est notamment que les modalités de calcul usuelles de ce taux n'intègrent que les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise) et ignorent d'autres paramètres moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites multiples de la dette, certes difficiles à chiffrer, mais bien réels, comme attesté par les graves problèmes de liquidité rencontrés par de nombreuses entreprises lors de la crise financière de l'automne 2008).

Cette question fait l'objet de débats dans de nombreuses publications académiques. Pour cette raison, nous préférons utiliser une approche alternative, d'ailleurs conforme aux principes du référentiel comptable IFRS, qui stipule l'absence d'impact de la structure financière sur la valeur des actifs. Selon cette approche, les flux espérés sont donc actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »).

Ce taux est déterminé à partir de la formule usuelle du MEDAF avec les composantes suivantes.

- o Taux sans risque. Les rendements des emprunts d'Etat de la zone Euro sont impactés de façon très contrastée par le contexte actuel des marchés financiers : ils ont baissé dans les pays considérés comme sûrs en termes de risque crédit (Allemagne notamment) et augmenté notablement dans les pays touchés par la crise de la dette publique. Cette situation se traduit par une volatilité inhabituelle des taux de rendement des emprunts d'Etat, ce qui rend plus délicate la détermination d'un taux sans risque. Dans ce contexte, la meilleure référence de taux sans risque dans la zone euro serait donnée par le taux payé par un groupe européen noté AAA pour un emprunt à 10 ans. En l'absence de ce type de référence, nous avons retenu dans le cadre d'une approche normative un taux sans risque de 3,5%, soit un niveau intégrant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2,0% sur le long terme et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5%.

- o Coefficient bêta désendetté. Les coefficients bêta des activités opérationnelles du Groupe ont été estimés selon une approche analogique à partir des coefficients bêtas des actions de sociétés cotées comparables. Les sociétés prises en compte sont celles de l'échantillon « large » constitué pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières (cf. *infra*).

Le coefficient bêta d'une action est traditionnellement estimé par un ajustement linéaire des rentabilités de cette action sur les rentabilités d'un indice de marché. Dans le cadre de nos travaux, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables ont été estimés sur longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. En outre, nous ne retenons que les coefficients bêta issus de régressions dont le R² est supérieur à 15%. Les coefficients bêtas ainsi obtenus sont enfin « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

Et finalement, le coefficient bêta retenu ne correspond pas nécessairement au milieu de la fourchette d'estimations susmentionnée, mais résulte d'une analyse qualitative complémentaire visant à positionner le coefficient bêta de l'activité évaluée au sein de la fourchette à partir d'une analyse des deux déterminants clés du risque non diversifiable d'une activité (i.e. sensibilité à la conjoncture économique, degré de levier opérationnel). Cette analyse a été effectuée plus haut pour chacune des activités opérationnelles (cf. *supra*, section 2.2.3).

- Prime de risque de marché. Nous retenons une prime de 4,5%, soit un niveau de prime qui se situe dans le haut de la fourchette des estimations données par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale.
- Prime de risque pays. Cette prime, qui vient s'ajouter au coût d'opportunité du capital, a été déterminée selon la méthode usuelle par différence entre le rendement des emprunts d'Etat en monnaie forte (euro ou dollar) émis par les pays concernés et les rendements offerts par les emprunts d'Etat des pays à monnaie forte.

Sur cette base, le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation des activités opérationnelles du Groupe est obtenu comme suit :

$$\text{Taux d'actualisation} = R_F + \beta_a \cdot P_M + P_p$$

où R_F = taux sans risque ou loyer de l'argent

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_M = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

P_p = prime de risque pays

Méthode des comparaisons boursières

Les deux principaux déterminants des multiples d'EBIT extériorisés par la valeur de marché d'un portefeuille d'activités sont d'une part le risque systématique et d'autre part la croissance bénéficiaire future. Sur cette base, la méthode est mise en œuvre en deux étapes distinctes.

- Dans une première étape, afin de prendre en compte le premier déterminant (le risque systématique), nous constituons un échantillon relativement large de sociétés cotées engagées dans des activités jugées raisonnablement comparables à l'activité évaluée.
- Dans une deuxième étape, afin d'intégrer le second déterminant (la croissance bénéficiaire), nous ne retenons que les multiples des sociétés qui affichent sur la période ultérieure à l'année considérée pour le calcul dudit multiple une croissance bénéficiaire comparable à celle de l'activité évaluée.

S'agissant des ratios d'évaluation (ou « multiples ») retenus pour la mise en œuvre de la méthode, nous écartons les multiples de résultat net (PER) en raison des biais introduits par les différences de structure financière, ainsi que les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité éventuels entre les activités des sociétés comparables et l'activité évaluée. Et finalement, en l'absence d'écart majeur avéré dans les politiques d'amortissement des sociétés de l'échantillon considéré ci-après, nous privilégions les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA, car les premiers ne sont pas biaisés par les écarts éventuels d'intensité capitalistique.

Conséquence du filtre exigeant résultant de la mise en œuvre des deux étapes de la méthode, les conditions sont rarement réunies pour l'obtention d'une fourchette d'estimations jugées pertinentes.

Méthode des transactions comparables

Pour chacune des activités opérationnelles du Groupe, nous avons constitué un échantillon de transactions réalisées depuis début 2010 et portant sur des sociétés engagées dans des activités raisonnablement comparables. Cependant, la mise en œuvre de la méthode se heurte aux insuffisances de l'information disponible sur les paramètres de la transaction elle-même (à commencer par le prix) et plus encore sur les caractéristiques des cibles (résultat du dernier exercice clos et surtout perspectives de croissance bénéficiaire).

Pour cette raison, les écarts de multiples parfois importants observés d'une transaction à l'autre restent souvent inexpliqués : divergences des perspectives croissance bénéficiaire, retournement en cours, importance des synergies attendues, ou encore un mix de ces différents facteurs. Par suite, les estimations issues de la méthode peuvent rarement être considérées comme pertinentes.

Méthodes alternatives

Certaines activités, notamment celles en phase de démarrage et/ou non profitables, ne se prêtent pas à l'exercice d'évaluation fondé sur les méthodes classiques évoquées ci-dessus. Pour l'évaluation de ces activités, nous avons donc utilisé des méthodes alternatives appropriées à chacune des situations rencontrées (par exemple une approche probabilisée pour la branche Batteries et activités liées).

3.2.2 Actifs financiers (hors titres de la boucle d'autocontrôle)

Pour l'évaluation des participations que le Groupe détient dans des sociétés cotées, nous nous sommes appuyés sur les références suivantes.

- Cours de bourse. Nous avons analysé la pertinence du cours de bourse de chacune des sociétés concernées (taille du flottant, liquidité du titre, suivi du titre par les analystes financiers) et retenu, le cas échéant, comme référence le cours moyen sur 30 jours pondéré par les volumes à la date du 5 avril 2013.
- Prix-cible moyen. Nous avons d'abord sélectionné les recommandations et les prix-cible publiés par les analystes financiers après l'annonce des résultats annuels 2012. Sur cette base, nous avons ensuite analysé la qualité de l'échantillon de prix-cible ainsi obtenu (écart-type, cohérence interne des recommandations et des prix-cible) et retenu, le cas échéant, la référence d'évaluation représentée par le prix-cible moyen.
- Autres références disponibles. Pour certaines participations, nous avons également examiné d'autres références d'évaluation telles que le prix proposé dans le cadre d'une offre publique récente, le prix observé sur des cessions de blocs d'actions de taille significative, ou encore l'actif net comptable par action.

Pour l'estimation de la valeur des autres actifs financiers détenus par le Groupe (participations dans des sociétés non cotées, créances, prêts et obligations), nous avons retenu la valeur nette comptable.

3.2.3 Titres des boucles d'autocontrôle et d'auto-détention

Comme indiqué plus haut (cf. *supra*, section 2.3.2), dans le contexte spécifique défini par le Retrait, nous estimons approprié d'écarter toute cascade de décotes pour l'évaluation des titres des Holdings de Contrôle tout en considérant néanmoins que la configuration actuelle du Groupe et notamment la complexité des chemins de détention ne peuvent être ignorées. D'où le choix d'une Valeur de Référence intégrant une décote forfaitaire de 25% par rapport au milieu de la fourchette d'estimations de la valeur intrinsèque nette des activités opérationnelles et des actifs financiers (« la Valeur Intrinsèque »), les actifs financiers comprenant les titres des boucles d'autocontrôle et d'auto-détention sur la base de cette même Valeur de Référence.

Concrètement, la Valeur de Référence a été déterminée selon le processus itératif décrit ci-après :

- une fois estimée la valeur des activités opérationnelles et des actifs financiers, une première estimation de la Valeur Intrinsèque du Groupe est obtenue en considérant une première Valeur de Référence.
- la décote de cette première Valeur de Référence par rapport à cette première estimation de la Valeur Intrinsèque peut dès lors être calculée.
- la démarche est ensuite réitérée jusqu'à obtenir une Valeur de Référence intégrant une décote de 25% par rapport à la Valeur Intrinsèque.

4. Evaluation du groupe Bolloré

La présente section détaille les méthodes et références qui ont été retenues pour l'évaluation des différentes composantes du patrimoine du Groupe qui ont été définies plus haut, et conclut en donnant la fourchette d'estimations obtenue pour le titre *Bolloré*.

4.1 Activités opérationnelles

L'évaluation des activités opérationnelles a été réalisée dans le respect d'une approche multicritères qui s'est appuyée sur les trois méthodes classiques d'évaluation, à savoir la méthode DCF, la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables. Sauf exception, préférence a été donnée à la méthode DCF, seule méthode susceptible de rendre compte des perspectives de développement spécifiques de chaque activité. Cependant, en l'absence d'informations détaillées sur les capitaux employés de chacune des branches d'activités, la pertinence des estimations fournies par cette méthode (et tout particulièrement le caractère raisonnable des estimations retenues pour la valeur terminale) s'avère plus difficile à démontrer, notamment dans le cas où l'absence de société comparable ne permet pas de conforter la pertinence des multiples induits par les estimations issues de la méthode DCF.

4.1.1 Transport & logistique

Le management nous a communiqué un plan d'affaires pour chacune des deux divisions de la branche, lesquelles ont donc fait l'objet de deux évaluations distinctes.

Logistique internationale

Nous avons privilégié la méthode DCF en utilisant un taux d'actualisation de 8,9%. Ce taux intègre un coefficient bêta de 1,2, estimé à partir des coefficients bêta désendettés obtenus pour deux sociétés comparables : *Kuehne & Nagel* (1,0) et pour *DSV* (1,3). *Panalpina*, une autre société comparable, a été exclue de l'échantillon, car son coefficient bêta désendetté (1,7) nous a semblé surévalué au regard des caractéristiques du secteur, probablement en raison de l'impact cumulé de la crise de 2008 et de la fermeture des sites nigériens de la société. La branche Logistique Internationale de *Bolloré* ayant une taille légèrement supérieure à *DSV* et bien inférieure à *Kuehne & Nagel*, nous avons retenu un coefficient bêta désendetté de 1,2, plus proche de celui de *DSV*. Ce niveau de 1,2 nous paraît cohérent avec la sensibilité de l'activité aux cycles économiques (commerce international) et le levier opérationnel résultant du poids relatif important des charges de structure (hors coût du fret).

La méthode des comparaisons boursières a été mise en œuvre sur la base de l'échantillon composé des trois sociétés susmentionnées. Les résultats obtenus ne peuvent cependant être considérés comme pertinents, en raison notamment de la dispersion relative des coefficients bêta et des profils de croissance bénéficiaire.

Enfin, nous avons identifié quatre transactions récentes dans le secteur : acquisition de *Vantec* par *Hitachi* (mars 2011), acquisition de *Lehnkering* par *Imperial holdings* (septembre 2011), acquisition de *Linc logistics* par *Universal Truckload* (juillet 2012) et acquisition de *Gefco* par *Russian Railways* (novembre 2012). Cependant, les conditions ne sont pas réunies pour une mise en œuvre rigoureuse de la méthode.

Logistique Afrique

La méthode DCF a de nouveau été privilégiée avec un taux d'actualisation de 11,3% intégrant un coefficient bêta de 1,3 et une prime de risque pays de 2,0%.

Le coefficient bêta de 1,3 a été obtenue à partir d'une moyenne pondérée du bêta de l'activité commission de transport (estimé ci-dessus à 1,2) et du coefficient bêta de l'activité concession portuaire. En l'absence de sociétés réellement comparables, ce dernier coefficient a été fixé forfaitairement à 1,4 par référence à l'activité de commission transport. A terme, l'activité de concession portuaire aura la même sensibilité à la conjoncture que l'activité de commission transport, mais supportera un levier opérationnel plus élevé (forte intensité capitalistique du métier).

La prime de risque pays de 2,0% reflète le risque « géographique » non diversifiable lié à la zone géographique (Afrique). Cette prime est nécessairement inférieure aux primes de risque individuelles des pays africains où *Bolloré* est présent, en raison de la diversification de la branche au sein de l'ensemble de la zone géographique (43 pays sur les 48 que compte le continent). Dès lors, nous avons retenu la référence donnée par la prime observée sur l'Afrique du Sud (pays relativement stable pour la zone), déterminée selon la méthode usuelle.

En l'absence des données ou informations requises, aucune des deux méthodes analogiques n'a pu être mise en œuvre.

4.1.2 Distribution d'énergie et logistique pétrolière

L'évaluation de la branche a principalement reposé sur la méthode DCF. Le taux d'actualisation considéré, soit 6,2%, intègre un coefficient bêta de 0,6, estimé à l'aide de l'échantillon utilisé pour la méthode des comparaisons boursières présenté ci-après. Ce coefficient bêta modéré de 0,6 est cohérent avec la faible sensibilité de l'activité avec la conjoncture économique générale, le facteur météorologique étant le facteur prépondérant.

La méthode des comparaisons boursières a été mise en œuvre sur la base d'un échantillon constitué des trois sociétés suivantes : *Parkland Fuel Corporation* (société canadienne spécialisée dans la distribution de fioul), *Rubis* (société française active dans la distribution de fioul et dans le stockage de produits liquides) et *Vopak* (société hollandaise de stockage de produits pétroliers). Cependant, les estimations obtenues sont non pertinentes en raison des biais introduits par la dispersion des croissances bénéficiaires.

Enfin, relevons que la fourchette d'estimations issues de la méthode DCF est confortée par le multiple d'EBIT induit par le prix payé par le Groupe pour l'acquisition de *Les Combustibles de Normandie*.

4.1.3 Communication et médias

La méthode DCF a été mise en œuvre pour l'évaluation des entités suivantes de la branche : *Havas*, *CSA* et activités *Telecom*. S'agissant de *Direct Matin*, nous avons privilégié l'estimation donnée par la méthode des transactions comparables pour les raisons détaillées plus loin.

Havas

L'évaluation du groupe *Havas* a reposé sur les références d'évaluation disponibles (cours de bourse et prix-cible moyen des analystes), la méthode DCF et la méthode des comparaisons boursières.

Dans le cadre de la méthode DCF, le taux d'actualisation considéré, soit 7,6%, intègre un coefficient bêta de 0,9. Ce dernier a été déterminé à partir du coefficient bêta extériorisé par le titre *Havas* (1,1) et les coefficients bêta obtenus sur les trois sociétés de l'échantillon utilisé pour la méthode des comparaisons boursières présenté ci-après (soit une fourchette 0,7 - 0,9). Le coefficient bêta retenu peut paraître relativement faible au regard de la sensibilité du secteur à la conjoncture et du levier opérationnel de l'activité. Il s'explique néanmoins par la diversification croissante des acteurs du secteur en terme d'exposition géographique (mondialisation des budgets des annonceurs) et opérationnelle (nouveaux métiers émergents dans la communication numérique). Ceci a entraîné une diminution de la sensibilité du secteur à la conjoncture économique.

La méthode des comparaisons boursières a été mise en œuvre sur la base d'un échantillon constitué des trois sociétés suivantes : *Publicis*, *WPP* et *Omnicom*. Les croissances bénéficiaires de ces sociétés sont relativement homogènes et proches de celle anticipée pour *Havas*. Les résultats obtenus grâce aux multiples d'EBIT valident la fourchette d'estimations obtenues par la méthode DCF.

Par ailleurs, nous avons identifié deux transactions impliquant des acteurs majeurs du secteur : acquisition d'*Aegis* par *Dentsu* (juillet 2012), acquisition par *Publicis* d'un bloc de 10% de ses propres actions détenues par *Dentsu* (février 2012). Comme précédemment, l'information disponible ne permet pas de se prononcer sur la pertinence des multiples observés pour l'évaluation de l'activité.

Enfin, nous avons aussi examiné deux autres références disponibles : cours de bourse moyen sur 1 mois et prix-cible moyen des analystes financiers. Ces références viennent également valider la fourchette d'estimations DCF.

CSA

Le taux d'actualisation utilisé dans le cadre de la méthode DCF est de 8,5%, taux qui intègre un coefficient bêta de 1,1. Compte tenu du caractère non significatif des coefficients bêta des trois sociétés cotées comparables considérées ci-après pour la méthode des comparaisons boursières, ce coefficient bêta de 1,1 a été estimé à partir d'un échantillon élargi composé des entreprises de conseil suivantes : *Duff & Phelps*, *Huron Consulting*, *FTI Corp Executive Advisory Board*, *Navigant*, *CRA International*, *Manage Consulting Group*.

Pour la méthode des comparaisons boursières, nous avons considéré les trois sociétés suivantes : *Ipsos* (société française spécialisée dans la conduite d'études marketing et de sondages), *Arbitron* (société américaine spécialisée dans les mesures d'audience dans les médias), et *National Research Corporation* (société américaine

d'études et sondages à destination d'acteurs de la santé). Cependant, les multiples affichés par ces trois sociétés ne peuvent constituer pas des références pertinentes en raison de la situation spécifique de retournement qui caractérise *CSA*.

Par ailleurs, nous avons identifié deux transactions récentes : acquisition de *Synovate* par *Ipsos* (juillet 2011) et acquisition de *Retail Eyes* par *Market Force Information* (septembre 2011). Cependant, les conditions ne sont pas réunies pour que la méthode puisse être mise en œuvre de façon rigoureuse.

Direct Matin

En raison de la situation financière difficile de *Direct Matin*, l'évaluation requiert une approche spécifique. Etant donné le nombre d'acteurs sur le marché de la presse quotidienne gratuite en France, la valeur de *Direct Matin* dépend essentiellement des perspectives de consolidation entre les acteurs du secteur. Dès lors, nous avons évalué la société en utilisant la méthode des transactions comparables.

Telecom

Les entités *Wifirst* et *Polyconseil* ont été évalué à l'aide de la méthode DCF sur la base des plans d'affaires communiqués par le management ; la valeur des 22 licences régionales *WiMax* a été appréciée à l'aide d'une méthodologie spécifique décrite ci-après.

Le taux d'actualisation utilisé dans le cadre de la méthode DCF est de 8,0%. Ce taux intègre un coefficient bêta de 1,0, obtenu en faisant la moyenne pondérée des coefficients bêta affichés par des opérateurs télécoms (inférieurs au bêta moyen du marché en raison d'une moindre sensibilité à la conjoncture économique) et des coefficients bêta affichés par des cabinets de conseil (supérieurs au bêta moyen du marché en raison d'un levier opérationnel élevé). En l'absence des données ou informations requises, aucune des deux méthodes analogiques n'a pu être mise en œuvre.

S'agissant des licences *WiMax*, nous avons retenu la référence représentée par la valeur nette comptable. Après les dépréciations récentes passées par le management, cette référence devrait raisonnablement rendre compte des perspectives de développement de l'activité.

4.1.4 Stockage d'électricité et solutions

Cette branche recouvre une large palette d'activités. Le management nous a communiqué un plan d'affaires distinct pour les activités suivantes : Batteries et Supercapacités, Films plastiques, Autolib', Véhicules Electriques *Pininfarina-Bolloré*, Microbus *Gruau* et Terminaux spécialisés. Exception faite de l'activité Terminaux spécialisés (qui a déjà atteint un certain stade de maturité), nous avons regroupé les autres activités de la branche (ci-après Batteries et activités liées) en raison de l'interdépendance avérée de leur potentiel de développement.

Batteries et activités liées

Cet ensemble d'activités a la particularité d'être en phase de démarrage. Pour cette raison nous considérons que le jeu de prévisions donné par les plans d'affaires sont insuffisants pour mettre en œuvre de façon pertinente les méthodes d'évaluation usuelles. Dès lors, nous avons adopté la démarche suivante afin de refléter le caractère binaire (abandon ou succès) de la valeur de cet ensemble d'activités.

Nous supposons tout d'abord que le management bénéficiera en 2015 (soit l'horizon du plan d'affaires) de la visibilité suffisante pour décider de l'avenir du projet (abandon ou poursuite). En cas d'abandon, la valeur de l'activité à fin 2012 est supposée égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie anticipés sur la durée du plan d'affaires. En cas de succès, compte tenu des applications multiples de la technologie des batteries électriques, mais également du temps qui sera nécessaire pour que la technologie du Groupe soit adoptée par le marché, nous supposons que la valeur de l'activité représentera à l'horizon 2020 dix fois le montant des capitaux que le Groupe aura investi à cette date dans le projet depuis l'origine.

Et finalement nous obtenons deux estimations (basse et haute) de la valeur de l'activité en calculant deux valeurs distinctes pondérées par nos estimations subjectives des probabilités d'adoption ou de rejet de la technologie par le marché (respectivement 1% et 99% dans le scénario bas, respectivement 10% et 90% dans le scénario haut). Sur cette base, la fourchette d'estimations ainsi obtenue est nécessairement large, mais elle nous paraît cohérente avec la faible niveau de visibilité actuel et la taille des enjeux.

Terminaux spécialisés

La méthode DCF a été mise en œuvre avec un taux d'actualisation de 7,6%. Ce taux intègre un coefficient bêta de 0,9, estimé à l'aide de l'échantillon de sociétés cotées comparables utilisé ci-après pour la méthode des comparaisons boursières.

Cet échantillon comprend les trois sociétés suivantes : *Kaba* (groupe suisse spécialisé dans les solutions d'accès), *Datalogic* (société italienne active dans la collecte automatique de données, notamment les lecteurs de code-barres) et *Gunnebo* (société suédoise spécialisée dans les systèmes de sécurité). Cependant, en raison des biais introduits par les écarts de croissance bénéficiaires, les multiples affichés par ces sociétés ne constituent pas des références pertinentes pour l'évaluation de l'activité.

Par ailleurs, nous avons identifié quatre transactions : acquisition de *Fujitsu* par *PFU* (janvier 2010), acquisition de *Accru-sort Systems* par *Datalogic* (novembre 2011), acquisition de *Argox* par *Sato* (décembre 2011) et acquisition de *Intermec Technologies* par *Honeywell International* (décembre 2012). Comme précédemment, l'information disponible ne permet pas de se prononcer sur la pertinence des multiples observés pour l'évaluation de l'activité.

4.1.5 Autres activités

Cette branche regroupe plusieurs activités de taille modeste au regard des autres activités du Groupe (plantations d'hévéas et de palmiers à huile, fermes américaines, domaines viticoles), ainsi que les coûts centraux du holding. Ces différentes composantes ont été évaluées séparément.

Plantations

Ces plantations sont logées dans la société cotée *SAFA*. Compte tenu du caractère récent de l'opération d'offre simplifiée d'achat et de retrait obligatoire et du taux de réponse des actionnaires minoritaires à l'offre (plus de 90%), nous avons privilégié la référence d'évaluation donnée par le prix offert dans le cadre de l'offre volontaire de rachat des titres de la société initié en octobre 2012 par *Compagnie du Cambodge*. Cette opération a fait l'objet d'une expertise indépendante.

Fermes américaines

En l'absence de plan d'affaires, nous avons retenu la valeur nette comptable à fin 2012 en scénario bas et la valeur de marché estimée par le management en scénario haut.

Domaines viticoles

En l'absence de plan d'affaires, nous avons retenu la valeur nette comptable à fin 2012 en scénario bas et haut.

Holding

Les coûts du holding recouvre de notre point de vue deux composantes distinctes : (i) une base incompressible nécessaire à la gestion du Groupe et indépendante du rythme de développement de ses activités, (ii) une composante semi-fixe liée au développement des activités. De ce fait, les coûts du holding ont été actualisés à un taux intermédiaire entre le coût de la dette (taux applicable à la première composante et qui intègre le risque de disparition du Groupe) et le coût du capital des différentes branches d'activités du Groupe (taux applicable à la seconde composante). Nous avons ainsi retenu un taux d'actualisation de 6%, situé à mi-chemin entre le coût de la dette de *Bolloré* estimé à l'aide du *yield to maturity* actuel de l'obligation émise en mai 2011 par le Groupe (soit 3,0%) et le taux d'actualisation moyen pondéré des branches d'activité (soit environ 10,0%).

4.1.6 Synthèse des méthodes et références retenues pour l'évaluation des activités opérationnelles

Le tableau ci-après présente les différentes méthodes et références que nous avons retenues pour la détermination des estimations basse et haute de la valeur des activités opérationnelles du Groupe.

Activités opérationnelles - Méthodes et références d'évaluation jugées pertinentes

<u>Transport et logistique</u>	
Logistique Afrique	DCF
Logistique internationale	DCF
<u>Distribution d'énergie et logistique pétrolière</u>	
	DCF
<u>Stockage d'électricité et solutions</u>	
Batteries et activités liées ⁽¹⁾	Espérance probabilisée (succès/abandon)
Terminaux spécialisés	DCF
<u>Communications et médias</u>	
Havas	DCF, cours de bourse, prix-cible moyen, comparables boursiers
CSA	DCF
Direct Matin	Multiple transaction
Telecom	
<i>Wifirst et Polyconseil</i>	DCF
<i>Licences WiMax</i>	Valeur nette comptable
<u>Autres actifs</u>	
Plantations (SAFA)	Transaction sur capital
Fermes américaines	Valeur nette comptable, valeur de marché fournie par management
Domaines viticoles	Valeur nette comptable
Holdings	DCF

4.2 Actifs financiers (hors titres de la boucle d'autocontrôle)

4.2.1 Actifs financiers cotés

Comme indiqué plus haut (cf. *supra*, section 3.2.2.), l'évaluation des actifs financiers cotés s'est appuyée sur quatre références possibles : (i) cours de bourse, (ii) prix-cible des analystes financiers, (iii) prix observés sur des transactions récentes, (iv) valeur comptable.

Pour chacune des participations détenues par le Groupe, nous avons analysé la pertinence du cours de bourse sur la base des critères suivants : taille du flottant, nombre de titres échangés (au regard de la taille du flottant), nombre d'analystes financiers assurant la couverture de la valeur. Cette analyse nous a conduit à écarter la référence du cours de bourse pour l'évaluation des participations détenues dans les sociétés *Socfin*, *Socfinasia*, *Gaumont* et *Paris Orléans*.

De même, la pertinence du prix-cible moyen a été analysée sur la base des critères suivants : nombre d'analystes suivant activement la valeur, divergence des recommandations et dispersion des prix-cibles associés. Relevons tout d'abord que certaines sociétés ne font l'objet d'aucune couverture de la part d'analystes financiers (*Socfin*, *Socfinasia*, *Gaumont*, *Premafin* et *Harris Interactive*). Sur la base des critères définis ci-dessus, la pertinence du prix-cible moyen peut être relativisée dans les deux cas suivants : (i) l'absence de consensus en termes de recommandations se traduit par une large dispersion des prix-cibles (*Vallourec*, *Unicredit* et *Generali*), (ii) faible nombre des analystes financiers assurant un suivi régulier de la valeur (*Paris Orléans*, *Bigben Interactive*, *Orient Express*). En l'absence d'autres références jugées plus pertinentes, cette référence du prix-cible moyen a néanmoins été retenue, sauf pour *Paris-Orléans* au motif que la valeur est suivie par un seul analyste.

Dans le cadre de l'évaluation, nous avons considéré deux scénarios (haut et bas), fondés sur la plus haute et la plus basse des références précédemment jugées pertinentes. Dans l'hypothèse où le cours de bourse ainsi que l'éventuel prix-cible moyen aient été écartés de l'analyse, nous avons utilisé, à défaut, l'actif net comptable au 31 décembre 2012 pour les deux scénarios haut et bas.

Le tableau ci-dessous présente les références d'évaluation retenues pour les différentes participations financières.

Actifs financiers - Références d'évaluation jugées pertinentes

Bigben Interactive	Course de bourse moyen 1 mois, prix-cible moyen
Gaumont	Valeur comptable
Generali	Cours de bourse moyen 1 mois, prix-cible moyen
Harris	Cours de bourse moyen 1 mois
Mediobanca	Cours de bourse moyen 1 mois, prix-cible moyen
Orient Express	Cours de bourse moyen 1 mois, prix-cible moyen
Paris Orléans	Valeur comptable
Premafin	Cours de bourse moyen 1 mois, transaction Unipol
Socfin	Valeur comptable
Socfinasia	Valeur comptable
Unicredit	Cours de bourse moyen 1 mois, prix-cible moyen
Vallourec	Cours de bourse moyen 1 mois, prix-cible moyen
Vivendi	Cours de bourse moyen 1 mois, prix-cible moyen

4.2.2 Actifs financiers non cotés

Les actifs financiers non cotés (actions, prêts, créances, dépôts et obligations) figurant au bilan consolidé du Groupe représentent en valeur moins de 10% des actifs financiers cotés passés en revue ci-dessus. Ils ont été pris en compte dans l'évaluation à leur valeur comptable.

4.3 Autres éléments pris en compte pour l'estimation de la valeur des capitaux propres

Les autres éléments pris en compte pour l'estimation de la valeur des capitaux propres du Groupe peuvent être regroupés en quatre blocs distincts.

- Dette financière nette. L'endettement financier net consolidé (excluant la dette nette d'*Havas* qui a été intégrée, dans la présentation des résultats de l'évaluation donnée ci-après, dans le bloc des actifs financiers) s'établit à 1 747 m€ au 31 décembre 2012.
- Autres passifs à caractère de dette. Nous avons retenu (i) les engagements de rachat de minoritaires (notamment ceux présents au sein de *LCN*), (ii) les provisions pour risques et charges court et long terme (hormis certaines provisions sans impact en trésorerie ou dont l'impact est pris en compte dans le calcul des flux de trésorerie des branches d'activités concernées).

-
- Actifs fiscaux. *Bolloré* détient un stock conséquent de reports fiscaux reportables, qui sont attachés à différents périmètres d'intégration fiscale existant au sein du Groupe (périmètre *Bolloré SA*, périmètre *IER*, périmètre *Telecom*). La valeur des actifs fiscaux associés (dont la majeure partie ne figure pas au bilan consolidé) a été estimée en tenant compte de la possibilité pour le Groupe de les imputer sur les profits futurs des différents périmètres fiscaux concernés.
 - Intérêts minoritaires. Les intérêts minoritaires peuvent être regroupés en deux catégories faisant l'objet de méthodologies d'évaluation différenciées : (i) les intérêts minoritaires existants au niveau des activités opérationnelles du Groupe, (ii) les intérêts minoritaires présents dans les holdings du Groupe.
 - o Intérêts minoritaires relatifs aux activités opérationnelles (hors les activités Terminaux spécialisés et Plantations détenus via certains holdings du Groupe). Afin d'évaluer ces intérêts minoritaires, nous nous sommes appuyés sur (i) la valeur d'entreprise des activités déterminée selon la méthodologie décrite plus haut, (ii) la dette financière nette attachée à ces différentes branches d'activités et (iii) le pourcentage d'intérêt détenu par les actionnaires minoritaires. Compte tenu du nombre important d'entités juridiques entrant dans le périmètre de chaque branche d'activité (parfois plus d'une centaine), la quote-part d'intérêt détenue par les actionnaires minoritaires repose dans certains cas sur une estimation fournie par le management du Groupe (*Logistique Afrique*), dans d'autres cas sur une estimation élaborée par nos soins (cas des branches d'activités ne regroupant qu'un nombre limité d'entités juridiques telles que *Telecom* ou *Batteries*). Lorsque cette quote-part d'intérêt n'a pu faire l'objet d'une estimation spécifique en raison de la taille limitée des enjeux (*Logistique internationale*, *Energie*, *Medias*), nous avons retenu la valeur comptable.
 - o Intérêts minoritaires relatifs aux holdings détenus par *Bolloré SA*. Ces holdings détiennent directement ou indirectement des participations dans des activités opérationnelles (terminaux spécialisés, plantations, concessions africaines...), des actifs financiers (titres cotés) et des titres de la boucle d'autocontrôle. L'estimation de la valeur des intérêts minoritaires présents dans ces holdings a été réalisée en trois étapes. En premier lieu, nous avons calculé le pourcentage d'intérêt des actionnaires minoritaires relatif à chacun des actifs susmentionnés par différence entre le pourcentage de contrôle de *Bolloré SA* dans ces actifs et le pourcentage d'intérêt de *Bolloré SA* dans ces mêmes actifs (donnée figurant en annexe des comptes annuels dans la liste des sociétés consolidées). En deuxième lieu, nous avons calculé la quote-part détenue par les minoritaires dans les actifs (tels qu'estimés selon la méthodologie décrite plus haut) et les dettes associées en appliquant à ces deux éléments le pourcentage d'intérêt calculé à la première étape. En troisième lieu, nous avons déterminé les intérêts minoritaires dans les holdings concernés par solde entre les quotes-parts détenues dans les actifs et les dettes associées telles que déterminée à la deuxième étape.

4.4 Estimation de la valeur du titre Bolloré

Sur la base de ce qui précède; la valeur des capitaux propres du groupe *Bolloré* ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 7 848 m€ et 10 064 m€, soit entre 291,7 € et 374,1 € par action.

Sur la base du dividende restant à verser au titre de l'exercice 2012, soit un montant de 1,1 € par action, la valeur du titre *Bolloré* coupon 2012 détaché ressort une fourchette d'estimations comprises entre 290,6 € et 373,0 €.

5. Evaluation du groupe PTR

La présente section détaille les méthodes et références qui ont été retenues pour l'évaluation des différentes composantes du patrimoine de PTR. La méthodologie adoptée est rigoureusement la même que celle adoptée l'évaluation du groupe Bolloré.

Ainsi, les différents « blocs » et « sous-blocs » qui ont fait l'objet de travaux d'évaluation spécifiques sont les suivants :

- activités opérationnelles : Concessions portuaires et ferroviaires, Plantations et fermes américaines, Terminaux spécialisés, Communication et média
- actifs financiers : titres de participation cotés et non cotés (PTR détient notamment une fraction des intérêts détenus par Bolloré dans *Havas* et dans la branche d'activité Terminaux spécialisés), à l'exclusion des titres des boucles d'autocontrôle et d'auto-détention ;
- titres de la boucle d'autocontrôle : titres des Holdings de Contrôle et de Bolloré SA détenus directement ou indirectement par le groupe PTR;
- titres de la boucle d'auto-détention : titres PTR détenus indirectement par PTR ;
- dette financière nette consolidée ;
- autres passifs à caractère de dette : essentiellement des provisions pour risques et charges ;
- intérêts minoritaires : intérêts des minoritaires dans les différentes branches d'activités et des holdings détenus directement ou indirectement par PTR.

5.1 Activités opérationnelles

Dans la mesure où PTR est détenu à 97% par le Groupe, toutes ses activités opérationnelles ont déjà été évaluées plus haut en vue de l'estimation de la valeur du titre Bolloré. Tel est le cas notamment des plantations de palmiers et d'hévéas en Afrique et en Asie et des fermes américaines.

C'est aussi le cas des activités de concessions portuaires et ferroviaires, mais comme ces activités ont fait l'objet d'une évaluation globale au niveau du Groupe, des évaluations spécifiques ont réalisées sur les quatre concessions détenues par PTR (*Sitarail*, *Togo Terminal*, *Lomé Multipurpose Terminal* et *STCG*). Dans ce cadre, la méthode DCF a été privilégiée avec un taux d'actualisation de 14,3% intégrant un coefficient bêta de 1,3 et une prime de risque pays de 5,0%.

Le coefficient bêta de 1,3 est celui déterminé plus haut pour la branche d'activité Logistique Afrique qui regroupe toutes les concessions portuaires et ferroviaires du groupe Bolloré (cf. supra, section 4.1.1).

La prime de risque pays de 5,0% reflète le risque « géographique » non diversifiable lié aux pays où les concessions sont exploitées (Togo, Gabon, Côte d'Ivoire, Burkina Faso). Regroupant seulement 4 concessions dans 4 pays PTR ne bénéficie pas du même effet de diversification géographique que la branche d'activité Logistique Afrique (plus de 15 concessions et autres activités avec une présence dans 43 pays). Le risque pays supporté par PTR sur ces concessions est donc supérieur, ce qui nous

a conduit à ajouter une prime forfaitaire de 3,0% à la prime de 2% retenue pour la branche Logistique Afrique.

Pour les mêmes raisons que celles évoquées plus haut, aucune des deux méthodes analogiques n'a pu être mise en œuvre.

5.2 Actifs financiers (hors titres de la boucle d'autocontrôle)

Les actifs financiers cotés recouvrent principalement les participations dans *Havas*, *Socfin*, *Socfinasia*, *Harris Interactive*. Ces participations ont été évaluées sur les mêmes bases que celles utilisées pour l'évaluation de *Bolloré*.

Les actifs financiers non cotés regroupent essentiellement la participation dans *IER* (Terminaux spécialisés) ainsi que d'autres actifs financiers (actions, prêts, créances, dépôts et obligations) figurant au bilan consolidé du groupe. Ces actifs, qui représentent en valeur moins de 5% des actifs financiers cotés, ont été pris en compte dans l'évaluation à leur valeur comptable.

5.3 Autres éléments pris en compte pour l'évaluation des capitaux propres

Les autres éléments pris en compte pour l'estimation de la valeur des capitaux propres du Groupe peuvent être regroupés en trois blocs distincts.

- Trésorerie nette. Le montant considéré, soit 410 m€ au 31 décembre 2012, exclut l'endettement financier net de *Havas* qui, bien que consolidé par intégration globale, a été traité comme une participation financière en raison du faible pourcentage d'intérêt détenu par PTR (8,5%).
- Autres passifs à caractère de dette. Nous avons retenu essentiellement les provisions pour risques et charges court et long terme (hormis certaines provisions sans impact en trésorerie ou dont l'impact est pris en compte dans le calcul des flux de trésorerie des branches d'activités concernées).
- Intérêts minoritaires. La même démarche que celle développée pour l'évaluation du groupe *Bolloré* a été mise en œuvre pour estimer les intérêts minoritaires existants au niveau des activités opérationnelles de la Société et au niveau de ses holdings.

5.4 Estimation de la valeur du titre PTR et conclusions

Sur la base de ce qui précède; la valeur des capitaux propres du groupe *PTR* au 31 décembre 2012 ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 2 235 m€ et 2 321 m€, soit entre 1 969 € et 2 044 € par action.

Etant donné que le paiement du dividende au titre de l'exercice 2012 (soit 35 € par action) interviendra préalablement à la mise en oeuvre du Retrait, il convient de calculer une estimation coupon détaché. Celle-ci ressort entre 1 934 € et 2 009 €.

Sur cette base, nous estimons que le prix proposé de 2 000€ dans le cadre du Retrait reflète le juste prix du titre *PTR*.

A Paris, le 19 avril 2013

Pour *Accuracy*,

Bruno Husson