

PROJET DE NOTE ETABLI PAR LA SOCIETE

Blue Solutions

EN REPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR LA SOCIETE



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 19 juin 2017, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

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

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Associés en Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

L'attention des actionnaires de Blue Solutions est attirée sur le fait que s'ils conservent leurs actions, ils pourront bénéficier après l'annonce publique des comptes de l'exercice 2019 de Blue Solutions d'une seconde offre de Bolloré SA au même prix que la première, le dépôt de cette seconde offre étant conditionné à ce que la moyenne des cours de bourse de l'action Blue Solutions pendant une période de référence soit inférieure à 17 euros. Bolloré SA ne mettra pas en œuvre un retrait obligatoire sur les actions Blue Solutions avant cette seconde offre publique. Les modalités de cet engagement sont détaillées à la section 1.5.1 du présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de Blue Solutions (www.blue-solutions.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais auprès de Blue Solutions (Odet, 29500 – Ergué-Gabéric).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Blue Solutions seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE.....	3
1.1	Présentation de l'Offre.....	3
1.2	Motifs de l'Offre.....	4
1.3	Contexte de l'Offre.....	5
1.4	Conditions de l'Offre.....	6
1.4.1	Procédure d'apport à l'Offre.....	6
1.4.2	Calendrier indicatif de l'Offre.....	6
1.4.3	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	6
1.5	Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	6
1.5.1	Engagement de l'Initiateur de déposer une nouvelle offre en 2020 sur Blue Solutions.....	6
1.5.2	Engagements d'apport et de non-apport.....	7
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	7
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	10
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	10
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	10
6.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	10
6.1	Structure et répartition du capital de la Société.....	10
6.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	11
6.3	Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 233-11 du Code de commerce).....	11
6.4	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres.....	11
6.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	11
6.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	12
6.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et/ou à l'exercice des droits de vote.....	12
6.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	12
6.9	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	12
6.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	13
6.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les salariés ou les dirigeants de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	13
7.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	13
8.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	13

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 1° du règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »), la société Bolloré, société anonyme au capital de 465.672.357,28 euros, dont le siège social est situé à Odet, 29500 – Ergué-Gabéric, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Quimper sous le numéro 055 804 124 (« **Bolloré** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Blue Solutions, société anonyme au capital de 144.191.580 euros, dont le siège social est situé à Odet, 29500 – Ergué-Gabéric, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Quimper sous le numéro 421 090 051 (« **Blue Solutions** » ou la « **Société** »), et dont les actions admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0011592104, mnémonique « **BLUE** », d'acquérir dans les conditions décrites dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 19 juin 2017 (le « **Projet de Note d'Information** ») la totalité de leurs actions Blue Solutions dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Le prix de l'Offre est de 17 euros par action Blue Solutions, payable exclusivement en numéraire (le « **Prix de l'Offre** »).

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

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes Blue Solutions non détenues, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur, soit, à la date du présent projet de note en réponse, un nombre total maximum de 3.171.714 actions de la Société, représentant environ 11,00% du capital et 5,83% des droits de vote, déterminé comme suit :

Actions existantes	28.838.316
<i>moins</i> actions détenues par l'Initiateur	20.532.875
<i>moins</i> actions détenues par Bolloré Participations	5.133.222
<i>moins</i> actions détenues par les autres sociétés du Groupe Bolloré	5
<i>moins</i> actions détenues par M. Vincent Bolloré	500
Total des actions visées par l'Offre	3.171.714

Par ailleurs, il est indiqué que les actions gratuites (en ce compris les actions de performance) de la Société attribuées les 8 janvier et 7 avril 2014¹ qui représentent un nombre égal à 353.500 actions Blue Solutions à émettre, seront encore en phase d'acquisition à la date de clôture de l'Offre et ne sont, en conséquence, pas visées par l'Offre.

Il n'existe pas d'autres titres de capital ou instruments financiers pouvant donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de Blue Solutions.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée par BNP Paribas et Natixis (ci-après les « **Etablissements Présentateurs** »), qui garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

Les conditions financières de l'Offre ont fait l'objet d'un examen par le cabinet Associés en Finance, désigné en qualité d'expert indépendant, dont le rapport est annexé au présent projet de note en réponse.

¹ Dans le cadre de l'autorisation du conseil d'administration de la Société du 7 janvier 2014, utilisant partiellement l'autorisation qui lui a été octroyée par l'Assemblée générale extraordinaire de la Société du 30 août 2013.

1.2 Motifs de l'Offre

L'Offre fait suite à l'annonce du 23 mars 2017 de Bolloré et de Blue Solutions, par voie de communiqués de presse, relative notamment à l'arrêté des comptes de l'exercice 2016 de Blue Solutions.

Conformément à cette annonce, le conseil d'administration de Blue Solutions a indiqué avoir réexaminé, dans sa séance du 23 mars 2017, la situation et les perspectives de la Société pour les prochaines années. Il a notamment été indiqué que le développement parallèle de concurrents dans le lithium-ion, avec des volumes importants et des prix bas, imposait de revoir les volumes et les prix de vente des batteries Blue Solutions.

Sur proposition du Directeur général et sur la base des travaux de valorisation effectués par un expert², le conseil d'administration de Blue Solutions a décidé qu'il n'exercerait pas les options d'achat dont il disposait sur le périmètre Blue Applications jusqu'à leur date d'échéance, soit le 30 juin 2018, considérant que les investissements restant à engager dans celui-ci étaient encore très significatifs et préférant concentrer les efforts de Blue Solutions sur l'amélioration de sa technologie.

Les conseils d'administration de Blue Solutions et de Bolloré ont décidé de se rapprocher pour travailler ensemble sur les objectifs suivants :

- mettre en place une nouvelle fenêtre d'exercice pour les sept options d'achat dont bénéficie Blue Solutions sur le périmètre Blue Applications (soit les entités Bluecar, Autolib', Bluecarsharing, Bluebus, Blueboat, Bluetram, Bluestorage, Polyconseil et IER), en lieu et place de la fenêtre mise en place lors de l'introduction en bourse de Blue Solutions courant du 1^{er} septembre 2016 au 30 juin 2018 ;
- revoir les termes du contrat d'approvisionnement de batteries conclu le 27 juin 2013 entre Blue Solutions et Bluecar ;
- établir un nouveau contrat de financement de Blue Solutions par Bolloré, l'engagement précédent ayant pris fin en juin 2016.

Réunis les 11 et 12 mai 2017, les Conseils d'administration des sociétés Bolloré, Blue Solutions et Société Industrielle et Financière de l'Artois et le conseil de surveillance de Compagnie du Cambodge ont approuvé les accords issus de ces discussions. Ces accords prévoient :

- la mise en place d'une nouvelle fenêtre d'exercice des sept options d'achat dont bénéficie Blue Solutions, désormais exerçables entre le 1^{er} janvier 2020 et le 30 juin 2020 ;
- un engagement de Bolloré d'assurer le financement de Blue Solutions jusqu'au 30 juin 2020 ;
- la résiliation du contrat d'approvisionnement de batteries existant entre Blue Solutions et Bluecar ;
- la mise en place d'un nouveau contrat d'approvisionnement de batteries Blue Solutions avec Bluecar plus long (jusqu'au 31 décembre 2025), étendu à Bluestorage et Bluebus, intégrant un décalage des volumes et une révision des prix contractuels pour suivre l'évolution escomptée du marché.

Le cabinet Sorgem Evaluation a validé le caractère équilibré de cette renégociation.

Conformément aux articles L. 225-38 et suivants du Code de commerce, la modification des options, la mise en place du nouveau contrat de financement et la résiliation du contrat d'approvisionnement de batteries ont été soumises à la procédure des conventions réglementées et ont fait l'objet d'une autorisation préalable du conseil d'administration de Blue Solutions, en date du 12 mai 2017, lors de laquelle les administrateurs communs aux sociétés Bolloré et Blue Solutions n'ont pas pris part au vote.

² Monsieur Thierry Bergeras a été désigné par le Tribunal de commerce de Paris le 30 novembre 2016 en tant qu'expert et a rendu son rapport le 17 mars 2017.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Ces conventions seront soumises à l'approbation de l'assemblée générale de Blue Solutions statuant sur les comptes de l'exercice 2017, conformément aux dispositions légales applicables.

Par ailleurs, Bluebus, Bluecar, Bluestorage et Blue Solutions se sont à nouveau rapprochés en juin 2017 afin d'établir, au-delà de leurs accords du 12 mai 2017, un contrat de coopération en matière de recherche et développement afin de renforcer le potentiel de développement des batteries et des différentes applications. Au titre de ce contrat, conclu le 19 juin 2017, Bluebus, Bluecar et Bluestorage s'engagent à verser à Blue Solutions une somme forfaitaire payable en juillet 2017 et juillet 2018, destinée à accroître les moyens de Blue Solutions nécessaires au programme de R&D mis en place pour l'amélioration des performances électrochimiques de la batterie LMP®. Ces améliorations seront caractérisées par l'augmentation de l'énergie embarquée, la réduction de la température de fonctionnement et la hausse de la réponse à appel de puissance. Blue Solutions sera tenue de rendre compte aux différentes entités un état d'avancée des recherches et des résultats *a minima* une fois par trimestre.

Dès leurs communiqués de presse respectifs du 23 mars 2017, Bolloré et Blue Solutions ont fait connaître au marché l'intention de Bolloré de déposer l'Offre, dont l'objectif est, pour Bolloré, de réitérer au marché sa confiance dans les perspectives de la technologie Lithium Métal Polymère (LMP), tout en souhaitant garder un rythme de développement raisonnable et continuer d'investir à long terme.

Il a également été indiqué que les actionnaires qui décideraient de ne pas apporter à l'Offre pour continuer d'accompagner Blue Solutions se verront offrir une seconde fenêtre de sortie en 2020, dont les termes sont décrits ci-dessous à la section 1.5.1.

1.3 Contexte de l'Offre

A la date du présent document, l'Initiateur détient, directement ou indirectement, seul ou de concert, le nombre d'actions et de droits de vote de la Société présenté dans le tableau ci-après :

Actionnaire	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote exerçables en assemblée	Pourcentage des droits de vote exerçables en assemblée
Bolloré SA	20.532.875	71,20%	41.065.750	75,34%
Bolloré Participations ³	5.133.222	17,80%	10.266.444	18,83%
Compagnie de Guilvinec ⁴	1	0,00%	2	0,00%
Compagnie de Port-Manech ⁵	1	0,00%	2	0,00%
Financière de Cézembre ⁶	1	0,00%	2	0,00%
SOCOTAB ⁷	1	0,00%	2	0,00%
SOFIPROM ⁸	1	0,00%	2	0,00%
<i>Total Groupe Bolloré</i>	25.666.102	89,00%	51.332.204	94,17%
M. Vincent Bolloré	500	0,00%	1.000	0,00%
<i>Total Groupe Bolloré et M Vincent Bolloré</i>	25.666.602	89,00%	51.333.204	94,17%
Sur un total de	28.838.316	100%	54.509.196	100%

A la connaissance de la Société, l'Initiateur ne détient, directement ou indirectement, aucune autre action de la Société ni aucun instrument ou droit susceptible de lui permettre d'acquérir des actions de la Société à sa seule initiative.

Le résultat de l'Offre n'aura aucune incidence sur le contrôle de la Société, déjà détenu, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur.

³ Société détenant, directement et indirectement, 64,37% du capital et 75,55% des droits de vote exerçables en assemblée de Bolloré SA.

⁴ Filiale à 100% du Groupe Bolloré.

⁵ Filiale à 100% du Groupe Bolloré.

⁶ Filiale à 99,35% du Groupe Bolloré.

⁷ Société de Culture des Tabacs et Plantations Industrielles (SOCOTAB), filiale à 99,50% du Groupe Bolloré.

⁸ Filiale à 100% du Groupe Bolloré.

Lors de sa réunion du 12 mai 2017, le conseil d'administration de la Société a pris connaissance de l'Offre et a désigné le cabinet Associés en Finance en qualité d'expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-1 et suivants du RGAMF.

1.4 Conditions de l'Offre

1.4.1 Procédure d'apport à l'Offre

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.5 du Projet de Note d'Information.

1.4.2 Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.7 du Projet de Note d'Information.

1.4.3 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.10 du Projet de Note d'Information.

1.5 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

1.5.1 Engagement de l'Initiateur de déposer une nouvelle offre en 2020 sur Blue Solutions

Comme annoncé dans son communiqué de presse du 23 mars 2017, l'Initiateur a pris l'engagement de racheter à terme, par voie d'offre publique, à un prix de 17 euros par action, les actions Blue Solutions qui ne seront pas détenues par le Groupe Bolloré.

Cette seconde offre publique d'achat sera déposée si à la date de référence, correspondant au 41^{ème} jour de bourse suivant le jour de l'annonce publique, par Blue Solutions, de ses comptes 2019, le cours de référence de l'action Blue Solutions est inférieur à 17 euros ; le dépôt de cette seconde offre interviendra dans les trois mois suivant ce constat.

Ce cours de référence correspondra à la moyenne arithmétique, pondérée par les volumes quotidiens, des cours de bourse de l'action Blue Solutions (code ISIN FR0011592104, mnémonique « BLUE ») sur les 40 jours de bourse suivant la date d'annonce des comptes 2019 de Blue Solutions au cours desquels l'action Blue Solutions aura été cotée⁹, cette moyenne étant arrondie à la deuxième décimale la plus proche.

L'attention des actionnaires de Blue Solutions est attirée sur le fait que cet engagement de déposer une seconde offre sera caduc si, avant la date de référence, un tiers au Groupe Bolloré met en œuvre sur les actions Blue Solutions une offre publique obligatoire à un prix supérieur ou égal à celui de l'engagement. L'Initiateur a par ailleurs précisé que son engagement est conditionné à l'obtention d'une décision de conformité de l'Offre par l'AMF.

L'Initiateur s'est réservé le droit, si les conditions sont réunies à l'issue de cette seconde offre, de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire ou de demander à Euronext Paris la radiation des actions Blue Solutions du marché réglementé d'Euronext Paris.

Si d'ici à la date de référence, Blue Solutions procède à des opérations sur son capital modifiant la quote-part d'actif net par action (telle notamment que fusion, scission, regroupement ou division d'actions, réduction de capital, augmentation de capital, dividende exceptionnel), le prix de cet engagement sera

⁹ Selon la source Bloomberg (« BLUE FP Equity AQR »).

ajusté pour tenir compte de l'incidence de ces opérations. Tout ajustement décidé à ce titre sera soumis à l'appréciation de l'AMF et fera l'objet d'un communiqué de presse de l'Initiateur.

Par ailleurs, en cas de survenance d'une perturbation de marché au cours de la période de référence, correspondant à toute situation à caractère général de suspension des cotations ou de limitation substantielle des achats et des ventes (en raison, notamment, de variations de cours excédant les limites permises par les règles de marché) sur le marché de cotation de l'action Blue Solutions, l'Initiateur s'est réservé le droit d'adapter la période de référence de 40 jours de bourse visée ci-avant afin de lui permettre de conserver un caractère significatif. Toute mesure décidée à ce titre sera soumise à l'appréciation de l'AMF et fera l'objet d'un communiqué de presse de l'Initiateur.

Dans le cas où Blue Solutions procéderait, avant la date de référence, à l'émission d'autres catégories de titres de capital que les actions actuellement admises aux négociations, Bolloré se réserve le droit de décider si, et dans l'affirmative à quel prix, ces nouveaux titres doivent bénéficier de cet engagement.

Afin de laisser aux actionnaires qui choisiraient de ne pas apporter à l'Offre la possibilité de bénéficier de l'appréciation de la valeur de leurs actions jusqu'à l'annonce des comptes 2019, l'Initiateur a indiqué qu'il ne mettra pas en oeuvre un retrait obligatoire sur les actions la Société avant la seconde offre publique de 2020.

1.5.2 Engagements d'apport et de non-apport

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'engagements d'apport ou de non-apport à l'Offre.

L'Initiateur a toutefois précisé que Monsieur Cyrille Bolloré, Monsieur Sébastien Bolloré, Monsieur Gilles Alix, Madame Marie Bolloré et Madame Martine Studer, qui sont tous administrateurs de l'Initiateur et actionnaires de la Société, ont exprimé lors du conseil d'administration qui a autorisé le dépôt de l'Offre, la position qu'ils n'y participeraient pas.

Il est également rappelé que les actions Blue Solutions détenues directement par Monsieur Vincent Bolloré ne sont pas visées par l'Offre, comme indiqué à la section 1.1 ci-dessus.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 19 juin 2017, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents :

- Monsieur Vincent Bolloré, Président du conseil d'administration ;
- Monsieur Didier Marginèdes, Vice-Président ;
- Mademoiselle Marie Bolloré, Administrateur ;
- Madame Virginie Courtin, Administrateur ;
- Madame Valérie Hortefeux, Administrateur ;
- Monsieur Jean-Louis Milin, Administrateur.

Etait excusé :

- Monsieur Sébastien Bolloré, Administrateur.

Etaient représentés :

- Monsieur Cyrille Bolloré, Administrateur représenté par Mademoiselle Marie Bolloré ;
- Madame Martine Studer, Administrateur représenté par Monsieur Vincent Bolloré.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Vincent Bolloré, en sa qualité de président du conseil d'administration.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Préalablement à la réunion, les membres du conseil d'administration ont eu connaissance :

- du communiqué de presse de l'Initiateur et de la Société du 23 mars 2017 annonçant le projet d'Offre ainsi que ses principales caractéristiques et modalités ;
- du Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre ;
- du rapport du cabinet Associés en Finance, désigné par le conseil d'administration de la Société lors de sa séance du 12 mai 2017 en qualité d'expert indépendant, établi en date du 19 juin 2017, conformément aux articles 261-1 et suivants du RGAMF ; et
- du projet de note en réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 du RGAMF.

Le conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents, en ce compris ses membres indépendants, étant précisé qu'en ligne avec les meilleures pratiques de gouvernance, les administrateurs communs aux sociétés Blue Solutions et Bolloré ont voté conformément à l'avis exprimé par les trois administrateurs indépendants :

« 1. Analyse de l'Offre

Le Conseil d'administration a tout d'abord constaté que :

- *l'Initiateur contrôle, directement ou indirectement, seul ou de concert, environ 89,00% du capital et 94,17% des droits de vote de la Société ;*
- *l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, à l'exception des actions détenues par Bolloré Participations et des autres sociétés appartenant au Groupe Bolloré, ainsi que par Monsieur Vincent Bolloré ;*
- *le prix de l'Offre est de 17 euros par action de la Société et fait ressortir une prime implicite de 75,3% sur la base du cours de la Société au jour de l'annonce du projet initial d'offre publique (le 23 mars 2017), de 69,8% sur la moyenne du dernier mois, de 51,4% sur la moyenne des trois derniers mois, de 53,1% sur la moyenne des six derniers mois et de 28,7% sur la moyenne des douze derniers mois ;*
- *l'objectif de l'Offre est, pour l'Initiateur, de réitérer au marché sa confiance dans les perspectives de la technologie Lithium Métal Polymère (LMP), tout en souhaitant garder un rythme de développement raisonnable et continuer d'investir à long terme ;*
- *l'Offre permet aux actionnaires de Blue Solutions qui apporteront leurs actions à l'Offre d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation ;*
- *l'Initiateur s'est engagé à offrir une seconde fenêtre de sortie aux actionnaires de la Société après l'annonce publique des comptes de l'exercice 2019 de la Société si la moyenne des cours de bourse de l'action Blue Solutions s'avère inférieure à 17€ pendant une période de référence, les termes de cet engagement étant détaillés dans les projets de note d'information et de note en réponse ;*
- *le résultat de l'Offre n'aura aucune incidence sur le contrôle de la Société, déjà détenu, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur.*

Le Conseil d'administration a ensuite relevé les principales intentions suivantes de l'Initiateur pour les douze mois à venir :

- *l'Initiateur n'a pas l'intention de modifier la stratégie ni la politique industrielle, commerciale et financière de la Société ;*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *l'Offre ne devrait pas avoir d'impact sur l'emploi au sein de la Société ;*
- *l'Initiateur n'envisage pas de modifier la composition du conseil d'administration et de la direction et la Société, et la Société continuera de se référer au code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées établi par l'AFEP et le MEDEF ;*
- *l'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion entre une entité du Groupe Bolloré et la Société et le Groupe Bolloré n'a par ailleurs pas l'intention de transférer le contrôle de la Société ;*
- *l'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société jusqu'à l'échéance prévue pour le dépôt éventuel de sa seconde offre publique en 2020 ; et*
- *l'Initiateur ne prévoit pas que la Société sera en mesure à moyen terme de distribuer des dividendes.*

Le Conseil d'administration a ensuite examiné le rapport établi par le cabinet Associés en Finance, en qualité d'expert indépendant, dont il ressort des conclusions que :

- *la méthode retenue à titre principal (méthode d'actualisation des flux de trésorerie) fait ressortir une valeur par action de 10,74€ selon la méthode DCF to equity et de 12,26€ selon la méthode DCF to firm ; et que*
- *le prix de l'Offre est équitable pour les actionnaires de la Société, le prix proposé s'inscrivant dans la fourchette de valeurs déterminée dans ses travaux d'évaluation.*

Puis, le Conseil d'administration a pris acte que le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur, de 17 euros par action Blue Solutions, est équitable pour les actionnaires de la Société.

2. Décision du Conseil d'administration

Au regard des éléments qui précèdent, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, a décidé, à l'unanimité des membres présents, en ce compris ses membres indépendants, étant précisé qu'en ligne avec les meilleures pratiques de gouvernance, les administrateurs communs aux sociétés Blue Solutions et Bolloré ont voté conformément à l'avis exprimé par les trois administrateurs indépendants, que l'Offre est dans l'intérêt :

- *de la Société, dans la mesure où la Société est d'ores et déjà contrôlée à ce jour par le Groupe Bolloré et puisque l'Offre permet au Groupe Bolloré de réitérer au marché sa confiance dans les perspectives de la technologie LMP développée par la Société, tout en souhaitant garder un rythme de développement raisonnable et continuer d'investir à long terme ;*
- *de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'Initiateur de 17 euros par action de la Société est considéré comme équitable par l'expert indépendant et valorise correctement les actions détenues par les actionnaires ;*
- *de ses salariés, puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et de gestion des relations sociales et des ressources humaines dans la mesure où l'Initiateur, directement ou indirectement, seul ou de concert, contrôle d'ores et déjà la Société.*

Le Conseil d'administration recommande en conséquence aux actionnaires de la Société qui souhaiteraient recevoir des espèces immédiatement et se retirer définitivement d'apporter leurs actions à l'Offre, étant toutefois précisé que cette décision les priverait de la possibilité de bénéficier de l'appréciation de la valeur de l'action Blue Solutions dans le futur avec la garantie de percevoir en 2020, au minimum, le prix de l'Offre si les cours de bourse n'atteignent pas 17€.

Bien que le Conseil d'administration n'ait aucune certitude quant à cette création de valeur sur la période considérée, il considère que la modification apportée aux différentes conventions conclues avec le Groupe Bolloré restaure les perspectives de développement de Blue Solutions et pourrait justifier le choix, vu l'importance du niveau de prix d'ores et déjà garanti, et les dispositions prises par l'Initiateur pour maintenir l'intérêt économique de ce choix, de conserver ses actions. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Compte tenu de l'avis motivé qui précède, les membres du conseil d'administration de la Société ont déclaré, chacun pour ce qui le concerne, qu'ils n'apporteraient pas leurs actions de la Société à l'Offre.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société ne détient aucune action propre à la date du présent projet de note en réponse.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des articles 261-1 et suivants du RGAMF, le cabinet Associés en Finance a été désigné en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur l'Offre.

Ce rapport, en date du 19 juin 2017, est reproduit dans son intégralité en Annexe du présent projet de note en réponse.

6. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date du présent projet de note en réponse, le capital social de la Société s'élève à 144.191.580 euros, divisé en 28.838.316 actions d'une valeur nominale de 5 euros chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote théoriques s'établit à 54.509.196.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de préoffre, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaire	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote exerçables en assemblée	Pourcentage des droits de vote exerçables en assemblée
Bolloré SA	20.532.875	71,20%	41.065.750	75,34%
Bolloré Participations ¹⁰	5.133.222	17,80%	10.266.444	18,83%
Compagnie de Guilvinec ¹¹	1	0,00%	2	0,00%
Compagnie de Port-Manech ¹²	1	0,00%	2	0,00%
Financière de Cézembre ¹³	1	0,00%	2	0,00%
SOCOTAB ¹⁴	1	0,00%	2	0,00%

¹⁰ Société détenant, directement et indirectement, 64,37% du capital et 75,55% des droits de vote exerçables en assemblée de Bolloré SA.

¹¹ Filiale à 100% du Groupe Bolloré.

¹² Filiale à 100% du Groupe Bolloré.

¹³ Filiale à 99,35% du Groupe Bolloré.

¹⁴ Société de Culture des Tabacs et Plantations Industrielles (SOCOTAB), filiale à 99,50% du Groupe Bolloré.

Actionnaire	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote exerçables en assemblée	Pourcentage des droits de vote exerçables en assemblée
SOFIPROM ¹⁵	1	0,00%	2	0,00%
Total Groupe Bolloré	25.666.102	89,00%	51.332.204	94,17%
M. Vincent Bolloré	500	0,00%	1.000	0,00%
Total Groupe Bolloré et M Vincent Bolloré	25.666.602	89,00%	51.333.204	94,17%
Oddo Meriten Asset Management ¹⁶	875.379	3,04%	875.379	1,61%
Autres	2.296.335	7,96%	2.300.613	4,22%
Total	28.838.316	100%	54.509.196	100%

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

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

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

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

Transfert d'actions

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

6.3 Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 233-11 du Code de commerce)

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

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

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

6.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

La loi n°2014-384 du 29 mars 2014 dite « loi Florange » a institué, à défaut d'une clause contraire des statuts adoptée postérieurement à sa promulgation, un droit de vote double aux actions entièrement libérées et pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire (article L. 225-123 du Code de commerce).

¹⁵ Filiale à 100% du Groupe Bolloré.

¹⁶ Source : dernière déclaration des achats et des ventes effectués par Oddo Meriten Asset Management (AMF, 15 mai 2017, n°217C0966).

La comptabilisation de la durée de détention de deux ans a débuté le 2 avril 2014, date d'entrée en vigueur de la loi Florange.

En conséquence, les actionnaires de la Société bénéficient et sont susceptibles de bénéficier, depuis le 3 avril 2016, d'un droit de vote double, de plein droit, dès lors que les conditions requises par la loi sont réunies.

Le droit de vote double attaché à l'action est perdu en cas de conversion au porteur ou de transfert en propriété desdites actions, conformément et sous réserve des exceptions prévues à l'article L. 225-124 du Code de commerce.

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

Néant.

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

A la connaissance de la Société, à la date du présent projet de note en réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives au transfert d'actions et/ou à l'exercice du droit de vote.

6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

En application des articles 10 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion. Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire. La durée de leurs fonctions est de trois années maximum. La limite d'âge pour exercer les fonctions d'administrateur est fixée à 99 ans. Le conseil d'administration peut procéder à des nominations provisoires dans les cas et sous les conditions prévues par la loi.

Le règlement intérieur du conseil d'administration (arrêté en séance du 20 mars 2014) contient une stipulation aux termes de laquelle chaque administrateur devra allouer chaque année un pourcentage de 10% du montant des jetons de présence reçus au titre de ses fonctions, à l'acquisition de titre Blue Solutions, et ce, jusqu'à détention d'un nombre d'actions dont la contrepartie sera équivalente à une annuité de jetons de présence reçus.

Règles applicables à la modification des statuts

Les règles applicables à la modification des statuts de la Société sont celles prévues par la loi.

6.9 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En application de l'article 12 des statuts, le conseil d'administration détermine les orientations de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Il procède, en outre, aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

A la date du présent document, le conseil d'administration ne bénéficie d'aucune délégation de pouvoirs en vue de l'émission ou du rachat d'actions de la Société.

- 6.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Néant.

- 6.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les salariés ou les dirigeants de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Gilles Alix
Directeur général de Blue Solutions

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Annexe
Rapport de l'expert indépendant

**Expertise indépendante d'Associés en Finance se prononçant sur
le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique
d'Achat Simplifiée initiée par Bolloré SA sur l'ensemble des actions
Blue Solutions**

19 Juin 2017



SOMMAIRE

I.	Missions et moyens	4
II.	Blue Solutions : présentation, analyse et stratégie	7
	II.A. Actionnariat et organigramme	8
	II.A.1. Actionnariat	8
	II.A.2. Organigramme	8
	II.B. Les activités de Blue Solutions	9
	II.B.1. Batteries LMP®	11
	II.B.2. Supercapacités	11
	II.C. Fondamentaux de l'environnement opérationnel.....	12
	II.C.1. Le marché du stockage d'énergie	12
	II.C.2. Le marché des véhicules électriques.....	13
	II.C.3. Le stationnaire	16
	II.C.4. L'environnement concurrentiel	17
	II.C.5. Forces et faiblesses de Blue Solutions.....	20
	II.D. Analyse financière de Blue Solutions	21
	II.D.1. Compte de résultat.....	21
	II.D.2. Analyse du bilan et flux de trésorerie.....	22
III.	Examen des accords entre les parties.....	25
IV.	Evaluation de Blue Solutions	28
	IV.A. Examen du cours de bourse.....	28
	IV.B. Les méthodes de valorisation écartées	31
	IV.C. Les méthodes de valorisation retenues.....	31
	IV.C.1. Objectifs de cours sur Blue Solutions (à titre indicatif)	32
	IV.C.2. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	32
	IV.C.3. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	34
	IV.C.4. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)	34
V.	Analyse des travaux des banques présentatrices	39
	V.A. Méthodologie d'évaluation.....	39
	V.B. Détail des valorisations.....	39
	V.B.1. Méthodes présentées à titre indicatif	39
	V.B.2. Méthodes présentées à titre principal.....	40
	V.C. Résultats comparés.....	42
VI.	Conclusion d'Associés en Finance.....	43

VII.	Présentation de l'expert.....	45
VIII.	Annexe 1 : présentation des sociétés de l'échantillon	49
IX.	Annexe 2 : détail des transactions intervenues dans le secteur	51
X.	Annexe 3 : Présentation détaillée du modèle Trival®.....	52
	X.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres	52
	X.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital	54

I. Missions et moyens

Contexte

Blue Solutions (ci-après « **Blue Solutions** » ou la « **Société** ») produit et commercialise des batteries électriques sur la base de la technologie LMP® (Lithium Métal Polymère), et des supercapacités. La Société a été introduite à la Bourse de Paris à la fin du mois d'octobre 2013, au prix de 14,5 € par action. Avant cette introduction, le capital était détenu par Bolloré Participations à 20% et Bolloré SA à 80%.

Le marché des batteries et le développement des applications bénéficiaires de ces technologies sont en plein essor. Pour autant, les activités centrales de Blue Solutions¹, bien que dynamiques, souffrent de la présence de technologies concurrentes (batteries au lithium-ion) aux volumes conséquents et aux prix plus bas. A ce titre, Blue Solutions estime que le développement de sa technologie LMP® prendra davantage de temps que prévu.

Dans ce contexte, Bolloré SA (ci-après « **Bolloré** »), actionnaire majoritaire de Blue Solutions, détenant au 19 juin 2017 71,2% du capital, a annoncé le 23 mars 2017 proposer aux actionnaires minoritaires de la Société l'acquisition de leurs titres au prix de 17,0 € par action (ci-après « **l'Offre** ») dans le cadre d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée. A l'issue de l'Offre, Bolloré ne procédera ni à un retrait obligatoire ni à la radiation des actions Blue Solutions de la Bourse de Paris.

Au 19 juin 2017, Bolloré Participations² détient également 17,8% du capital de Blue Solutions.

Au 19 juin 2017, il existait 353 500 actions gratuites, attribuées par décision du Conseil d'Administration de la Société du 7 janvier 2014, encore en phase d'acquisition en date de clôture de l'Offre. A ce titre, ces dernières ne sont pas visées par l'Offre.

L'Offre porte donc sur un nombre de 3 171 714 actions Blue Solutions, soit 11,0% du capital et 5,83% des droits de vote.

Les actionnaires qui décideraient de ne pas apporter leurs titres à l'Offre se verront proposer une seconde offre, après la publication des comptes de l'exercice 2019 aux mêmes conditions de prix que la présente Offre (si la moyenne arithmétique des cours moyen pondérés des volumes de l'action Blue Solutions pendant une période de référence³ s'avère inférieure à 17,0 €).

Lors de l'annonce de l'Offre le 23 mars 2017, la Société a également indiqué que son Conseil d'administration avait réexaminé la situation et les perspectives de la Société et que le développement des concurrents, bénéficiant de volumes importants et offrant des prix plus bas, imposait de revoir les volumes et les prix de vente des batteries de Blue Solutions.

Ceux-ci étaient régis par des accords de juin 2013 entre Bluecar, filiale de Bolloré, et Blue Solutions. Les Conseils d'administration de Blue Solutions et de Bolloré se sont rapprochés afin de travailler à la mise en place de nouveaux contrats au sein du Groupe, qui ont été signés les 11 et 12 mai 2017. Ces accords comprennent plusieurs volets (nouveau contrat d'approvisionnement, engagement par le Groupe Bolloré d'assurer le financement de Blue Solutions jusqu'au 30 juin 2020, mise en place de nouvelles fenêtres d'exercice des options d'achat dont Blue Solutions disposait sur certaines entités du groupe Bolloré). Ces différents volets sont détaillés dans la partie III, et le cabinet Sorgem Evaluation a validé le caractère équilibré de la renégociation des différents contrats. Enfin, un contrat de coopération en matière de recherche et développement est en cours de signature entre Bluebus, Bluestorage, Bluecar et Blue Solutions qui conduira à la participation financière pendant deux ans

¹ Mobilité (publique et privée) et Stockage

² Société détenant directement et indirectement 64,37% du capital de Bolloré SA. Quelques actions complémentaires sont détenues par certaines sociétés du groupe Bolloré, ou par M. Vincent Bolloré (respectivement 5 et 500 actions).

³ 40 jours de bourse suivant la date d'annonce des comptes 2019. Cette période de référence pourrait être ajustée en cas de perturbation de marché.

des trois premières entités aux dépenses de recherche et développement engagées par Blue Solutions.

Mission d'Associés en Finance

Dans ce contexte, le Conseil d'Administration de Blue Solutions a nommé le 12 mai 2017 Associés en Finance en tant qu'expert indépendant, afin d'attester de l'équité des termes et conditions de l'Offre.

L'intervention de l'expert indépendant s'inscrit dans le cadre de l'application de l'article 261-1-I du Règlement général (ci-après « **le RG** ») de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **l'AMF** ») qui prévoit la nomination d'un expert pour attester du caractère équitable d'une offre publique, lorsque celle-ci est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires. Dans le cas présent, l'intervention d'Associés en Finance s'inscrit dans le cadre de l'alinéa 1 dudit article du RG, qui prévoit l'intervention d'un expert lorsque la société visée est déjà contrôlée, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, par l'initiateur de l'offre avant le lancement de l'opération.

Indépendance

Associés en Finance et ses salariés :

- N'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- N'ont procédé à aucune évaluation de la Société au cours des dix-huit derniers mois, susceptible d'affecter son indépendance ;
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- Ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- Ne se sont vus confier aucune mission – autre que celle faisant l'objet de la présente Mission – par les sociétés concernées pour les mois à venir, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de la présente Mission ;
- N'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter leur indépendance. Les dernières offres publiques pour lesquelles Associés en Finance était expert indépendant et dont BNP Paribas et Natixis étaient établissements présentateurs ou co-présentateurs sont, l'offre publique mixte de Tikehau sur Salvepar en janvier 2017, et l'OPAS du groupe Marc Ladreit de Lacharrière sur Fimalac en mai 2017.

En conséquence, Associés en Finance remplit les critères d'indépendance requis pour effectuer cette Mission et confirme ne pas avoir de conflits d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Avertissement

Les informations utilisées pour la réalisation de nos travaux ont soit été fournies par Blue Solutions et ses conseils, soit étaient publiques.

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de Blue Solutions, et de leurs filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont Blue Solutions ou ses filiales pourraient faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans qu'Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Le présent rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires de Blue Solutions quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à la ratification de sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de Blue Solutions du 12 mai 2017, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 12 mai 2017 au 19 juin 2017. Le présent rapport a été établi sur la base des conditions de marché au 14 juin 2017.

II. Blue Solutions : présentation, analyse et stratégie

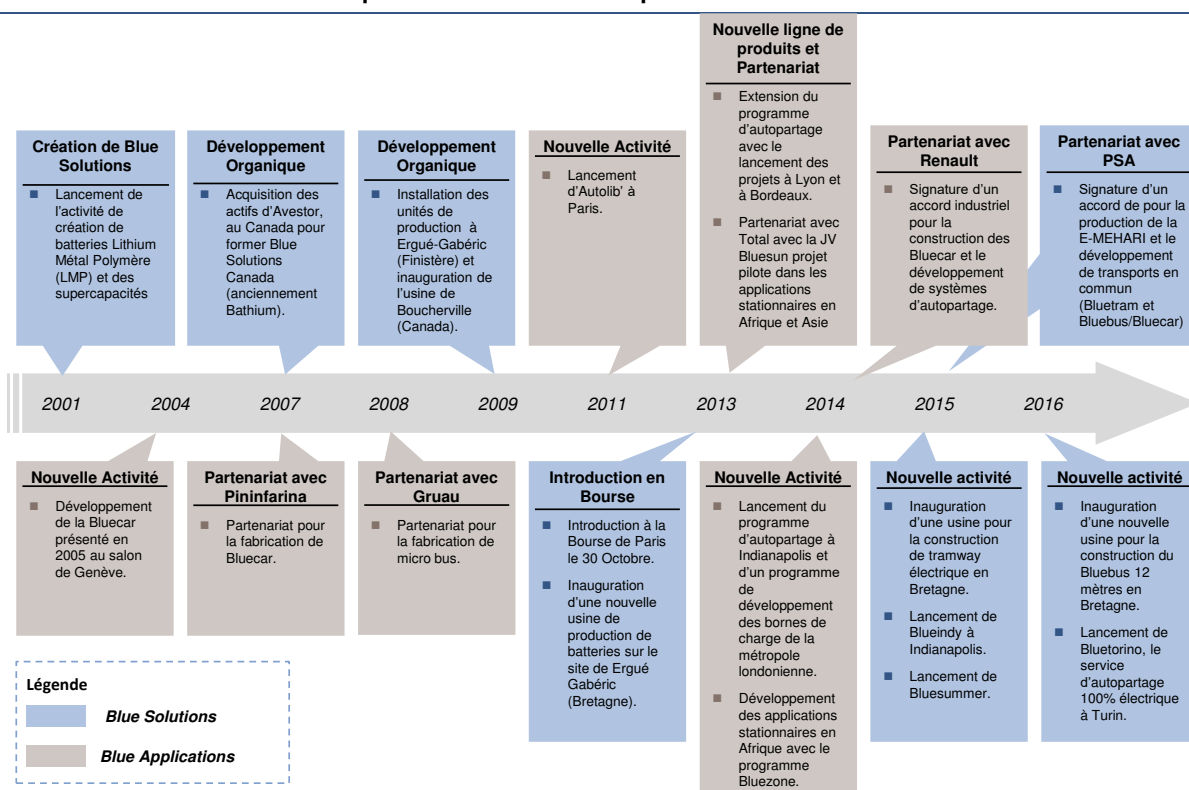
Pour développer ses activités de composants électriques dont il est l'un des leaders mondiaux, le groupe Bolloré a lancé en 2001 son activité de production de batteries Lithium Métal Polymère (LMP®) et de supercapacités au sein de Blue Solutions (anciennement Batscap), comme l'explique la Figure 1. Ces composants électriques sont destinés aux applications (Bluecar®, Bluebus, ...) du groupe Bolloré ; des partenariats avec des industriels de l'automobile ont également été noués, notamment avec Renault en 2014 pour la production de la Bluecar®, et PSA en 2015 pour la production de E-Mehari et le développement de systèmes de transports en commun.

Les batteries LMP® ne contiennent ni terre rare ni solvant, ce qui facilite leur recyclage. Les supercapacités sont pour leur part des composants de stockage d'électricité puissants qui se caractérisent par une densité énergétique élevée et un temps de charge et de décharge très court. Couplées avec un moteur thermique, les supercapacités permettent notamment d'équiper les transports en commun et les voitures hybrides.

L'entreprise a développé ses activités en France avec notamment l'acquisition d'une participation minoritaire de 24,9 % au sein de la société Cirtem, spécialiste de l'électronique de puissance qui développe des composants pour Blue Solutions, mais également à l'étranger en lançant en 2009 sa filiale Blue Solutions Canada. Cette filiale s'est développée en septembre 2016 avec l'acquisition de la start-up américaine Capacitor Sciences Inc. afin de renforcer son programme de recherche et développement dans les technologies de stockage d'énergie.

Aujourd'hui Blue Solutions détient un portefeuille de 1 000 brevets déposés en France et au Canada et emploie 455 salariés en France, au Canada et aux Etats-Unis.

Figure 1
Historique de Blue Solutions depuis sa création en 2001⁴



Source : Blue Solutions

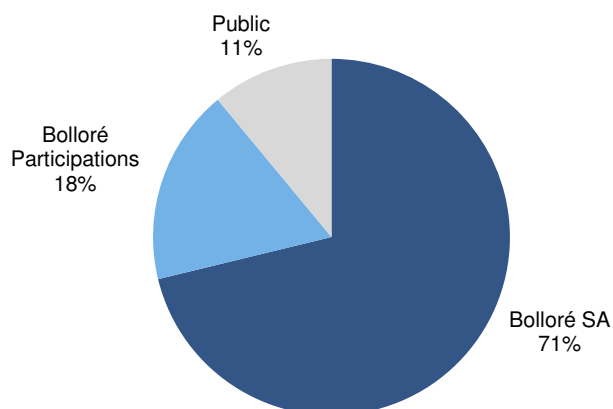
⁴ Les principaux clients de Blue Solutions sont concentrés au sein du périmètre Blue Applications du groupe Bolloré (Blue Applications comprend IER, Polyconseil, Bluecar, Bluecarsharing, Autolib', Bluebus, Blueboat, Bluetram et Bluestorage).

II.A. Actionnariat et organigramme

II.A.1. Actionnariat

Les deux actionnaires majoritaires et historiques de Blue Solutions sont Bolloré SA et Bolloré Participations qui détenaient respectivement 71,20 % et 17,80 % du capital (cf. Figure 2) et 75,34 % et 18,83 % des droits de vote de la société au 31 décembre 2016. En 2013, Blue Solutions a été introduite à la Bourse de Paris. La part de l'actionnariat flottant du groupe représentait à fin décembre 2016 11,0% du capital.

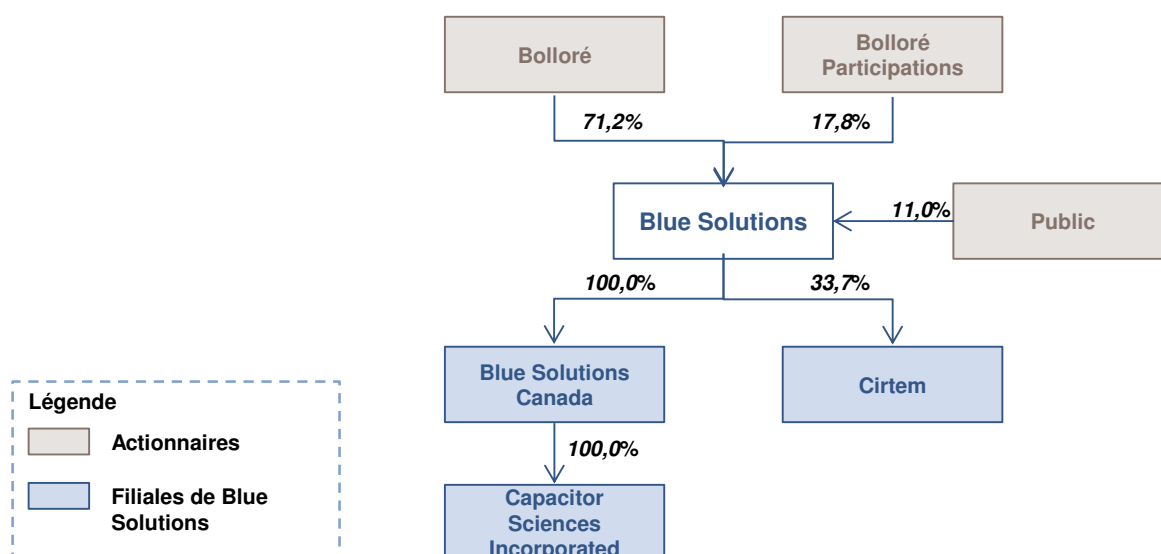
Figure 2
Actionnariat de Blue Solutions au 31 décembre 2016



Source : « Document de référence 2016 », Blue Solutions

II.A.2. Organigramme

Figure 3
Organigramme de Blue Solutions au 31 décembre 2016

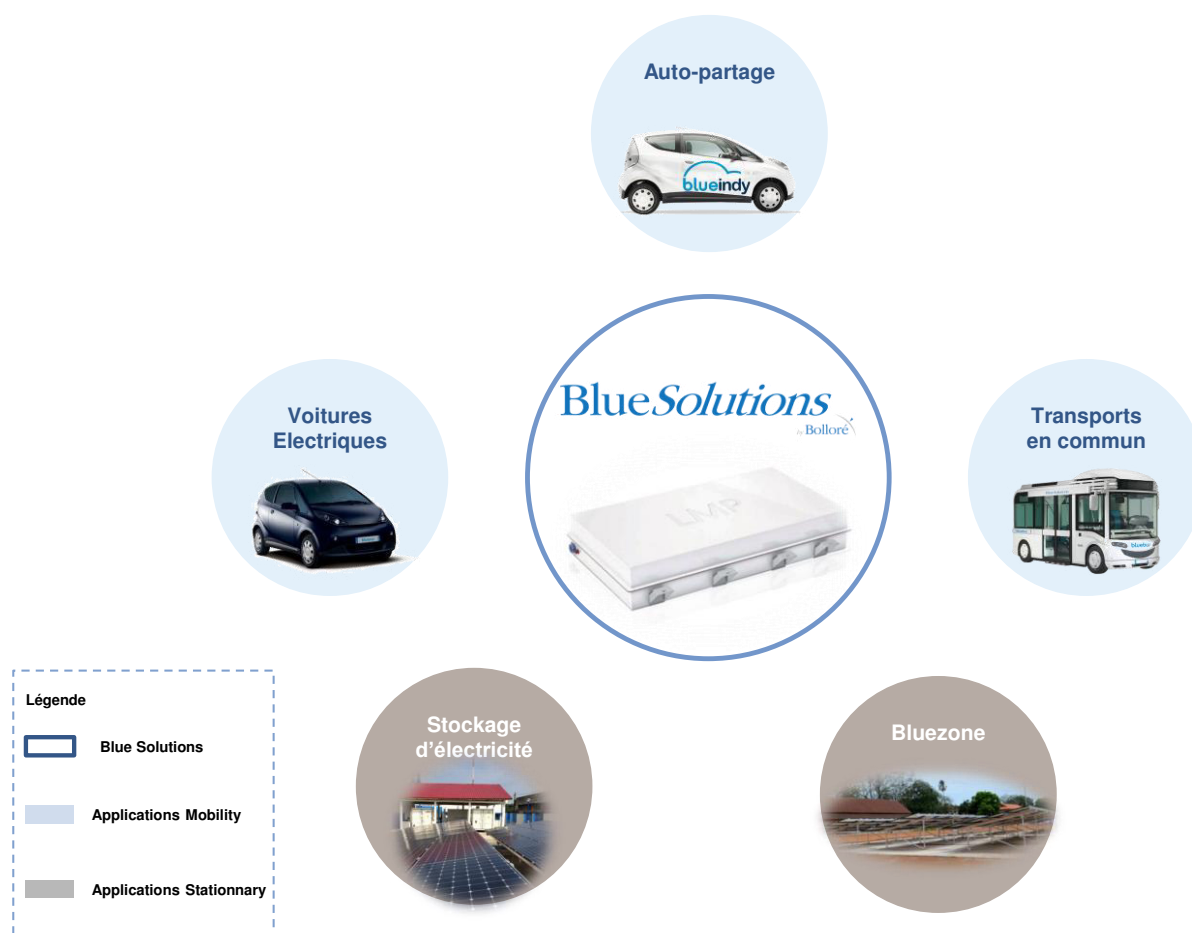


Source : « Document de référence 2016 », Blue Solutions

II.B. Les activités de Blue Solutions

Implanté en France et au Canada au travers de ses trois sites de production (deux dédiés aux technologies LMP® et le troisième aux supercapacités), Blue Solutions offre une solution de batterie pour les véhicules électriques et hybrides. La société produit des batteries électriques et des supercapacités et les commercialise aux applications du groupe Bolloré (cf. Figure 4). Les applications de ces produits se divisent en deux catégories : les applications mobilité qui regroupent les solutions de voitures électriques, d'auto-partage et de transports en commun, et les applications stationnaires qui regroupent les solutions de production, stockage et distribution d'électricité à l'ensemble d'un réseau.

Figure 4
Les débouchés de Blue Solutions

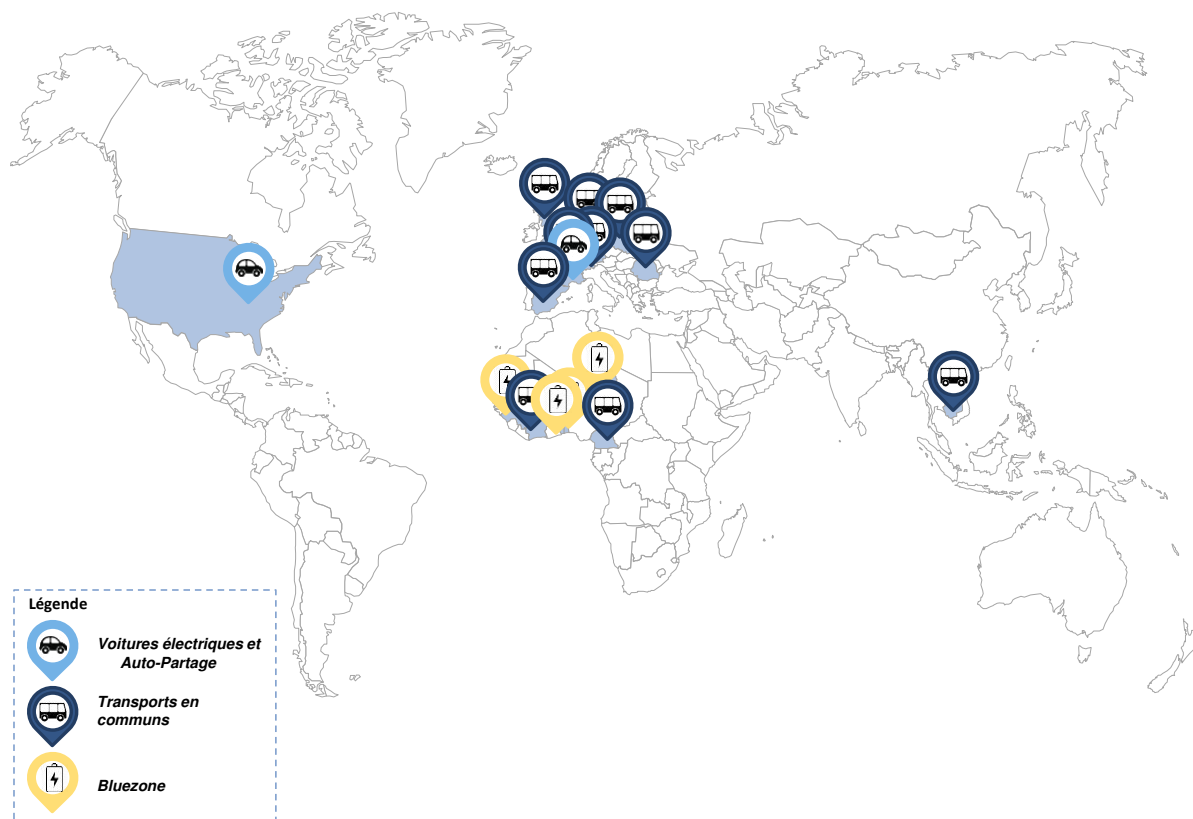


Source : « Document de référence 2016 », Blue Solutions

Le groupe Bolloré distribue ses applications dans le monde entier (cf. Figure 5). Sa présence est notamment forte en Afrique, où le groupe dispose d'un ancrage historique.

En Amérique du Nord, Blue Solutions dispose d'une usine de production au Canada, et équipe en batteries les véhicules dans le cadre de solutions d'auto-partage à Indianapolis. Le groupe Bolloré a signé un contrat en décembre 2016 pour fournir la ville de Los Angeles en bus électriques équipés de batteries LMP®. En Europe, Blue Solutions est essentiellement présent en France, où il dispose de deux usines de production et fournit en batteries les solutions d'auto-partage et transports en commun à Paris, Lyon et Bordeaux.

Figure 5
Présence internationale des entités du groupe Bolloré utilisant les batteries de Blue Solutions

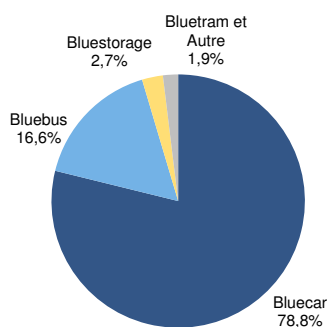


Source : Blue Solutions

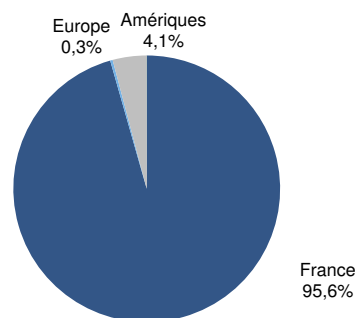
La batterie LMP® représente le plus gros volume de production de Blue Solutions (cf. Figure 6). Cette batterie est présente dans de nombreuses applications du groupe Bolloré, notamment dans les Bluecar® qui représentaient sur l'exercice 2016 la plus grande partie des débouchés de Blue Solutions.

Figure 6
Répartition du chiffre d'affaires de Blue Solutions

Répartition du chiffre d'affaires 2016 par type d'applications



Répartition géographique du chiffre d'affaires 2016



Source : « Document de référence 2016 », Blue Solutions

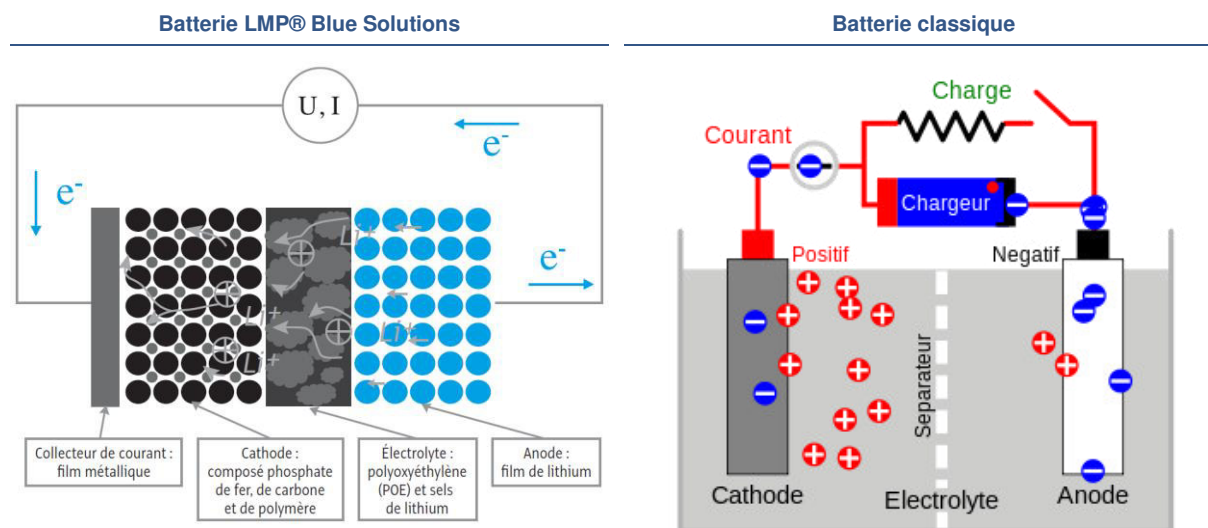
II.B.1. Batteries LMP®

Les batteries produites et distribuées par Blue Solutions se distinguent par leur technologie Lithium Métal Polymère (LMP®), issue d'un programme de recherche et développement du groupe Bolloré lancé il y a plus de vingt ans. L'utilisation de lithium en tant que métal et non en tant qu'ions insérés dans d'autres matériaux (cf. Figure 7), offre aux batteries LMP® une plus grande densité d'énergie que les autres batteries du marché. Par ailleurs, les batteries LMP® sont mieux sécurisées grâce à leur faible échauffement et bénéficient d'une plus grande durabilité (cyclabilité). Pour finir, ces batteries sont entièrement recyclables et respectueuses de l'environnement, ne contenant aucun composant liquide et toxique.

La technologie LMP® permet à la fois de contribuer à des solutions de mobilité et à des applications stationnaires. En termes de mobilité, les batteries LMP® équipent des voitures, bus, et tramways développés par le groupe Bolloré. Les solutions d'auto-partage utilisant les batteries LMP® sont nombreuses. Les Autolib' à Paris, les Bluey à Lyon, les Bluecub à Bordeaux, les Blueindy à Indianapolis, ou encore les Bluetorino à Turin sont des solutions d'auto-partage équipés de batteries LMP®. Les Bluebus de 6 mètres et 12 mètres développés en collaboration avec la RATP sont également équipés des batteries Blue Solutions leur assurant une autonomie de 180 à 250 kilomètres.

En termes d'applications stationnaires, les batteries LMP® sont utilisées dans BlueStorage, les BlueZones et BlueElec. BlueStorage est un projet pilote développé par le groupe Bolloré au Cameroun qui offre une gamme de solutions de stockage d'énergie allant de plusieurs KWh à des MWh destinés aux particuliers et au réseau électrique. Les BlueZones sont des zones où sont implantés des panneaux solaires photovoltaïques et des batteries LMP® permettant de produire, stocker et distribuer de l'électricité à tout un réseau. Enfin, BlueElec, une filiale de BlueStorage, aura pour vocation d'intervenir en tant qu'opérateur sur la bourse européenne.

Figure 7
Comparatif d'une batterie LMP® et d'une batterie classique



Source : « Document de référence 2016 », Blue Solutions

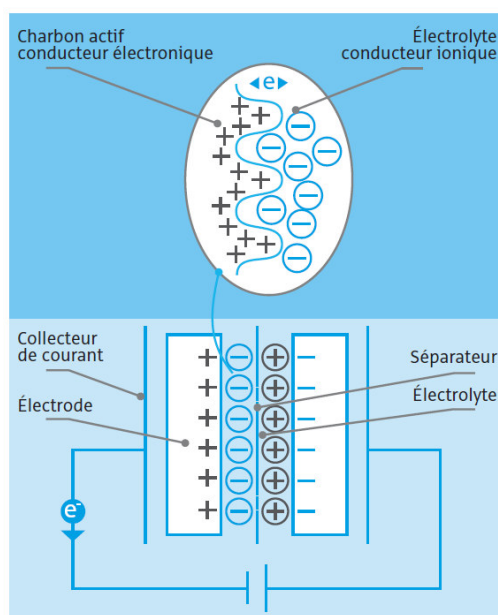
II.B.2. Supercapacités

Blue Solutions développe et vend des supercapacités à des clients externes, notamment Bombardier et Alstom. La part du chiffre d'affaires générée par la vente de supercapacités à des

clients extérieurs était inférieure à 1,2% sur l'exercice 2016. Cette technologie permet d'absorber et de restituer des quantités d'électricité importantes. Le principe des supercapacités « repose sur la création d'une double couche électrochimique par l'accumulation de charges électriques à l'interface entre une solution ionique (électrolyte) et un conducteur électronique (électrode) ». À la différence des batteries, il n'y a pas de réaction d'oxydo-réduction. Les Supercapacités de Blue Solutions peuvent se charger et se décharger en une à une dizaine de secondes et peuvent reproduire ce cycle des millions de fois (cf. Figure 8). Combinés avec une batterie, les Supercapacités permettent également d'en augmenter la durée de vie.

Les applications des supercapacités se retrouvent notamment dans les véhicules électriques, constituant une solution de stockage d'énergie pour satisfaire les besoins de « stop & start » : démarrage, accélération et freinage récupératif des véhicules électriques. Les supercapacités peuvent également être utilisées en réponse aux défaillances ponctuelles des sources d'alimentation principales et protéger des coupures réseau.

Figure 8
Composition d'une Supercapacité



Source : « Document de référence 2016 », Blue Solutions

II.C. Fondamentaux de l'environnement opérationnel

II.C.1. Le marché du stockage d'énergie

Le marché du stockage d'énergie représente un enjeu majeur pour les années à venir, afin de permettre de réduire la dépendance aux énergies fossiles et de réussir la transition énergétique. Par ailleurs, les technologies de stockage d'énergie représentent une opportunité considérable pour les pays en développement de déployer un réseau électrique sur l'ensemble de leur territoire⁵. La consommation d'électricité de ces régions connaît une croissance forte (de +11% en Chine et de

⁵ Seulement 63% de la population des zones rurales est relié à un réseau électrique. « Disruptive technologies : Advances that will transform life, business, and the global economy », McKinsey Global Institute 2013

+4% en Afrique⁶), en partie soutenue par la croissance démographique et par le développement d'infrastructures. Ainsi, le volume de production des supercapacités pourrait s'accroître durant les prochaines années, car elles constituent un élément essentiel de la distribution d'électricité issu d'énergies renouvelables.

De même que les supercapacités, le volume de production des batteries LMP® devrait augmenter d'ici les prochaines années. En France, le marché des piles et des batteries est porté par une reprise du marché de l'Automobile, dont le volume de production s'est accru de +3,1% en France en 2016, et devrait poursuivre sa croissance en 2017. La production de piles et d'accumulateurs électriques devrait augmenter de +4,0% en France en 2017⁷.

Cette croissance est aussi portée par la diminution de -53%⁸ du prix de revient des batteries sur la moyenne du marché depuis 2012. Cette diminution devrait se poursuivre à horizon 2020. Elle s'explique à la fois par la décroissance du prix du lithium, et par l'augmentation des volumes produits avec l'utilisation de « *Gigafactory* », notamment par Tesla et Samsung, permettant de réaliser des économies d'échelles considérables. Enfin, la concurrence internationale pousse les fabricants à réduire leurs coûts afin d'offrir des prix compétitifs⁹.

II.C.2. Le marché des véhicules électriques

Le marché des voitures électriques peine à prendre de l'essor. En effet, la part de marché des voitures électriques est de 1,4%¹⁰ en France. Néanmoins, cette part devrait être amenée à augmenter dans les prochaines années, grâce au dynamisme apporté par de nouveaux acteurs comme Tesla et le groupe Bolloré, par le développement d'unités de recharge et par le progrès technologique des batteries (notamment leur plus grande autonomie). Entre 2014 et 2015, le nombre d'immatriculations de véhicules électriques et hybrides a augmenté de +70% dans le monde. Cette hausse est notamment portée par le marché chinois, qui devrait être le plus important en volumes d'ici 2020¹¹. La France se positionne comme un pays leader sur le marché des véhicules électriques en Europe (cf. Figure 9).

⁶ Source : EIA, données pour l'année 2012.

⁷ Source : « *Le marché des piles et des batteries* », Xerfi février 2017.

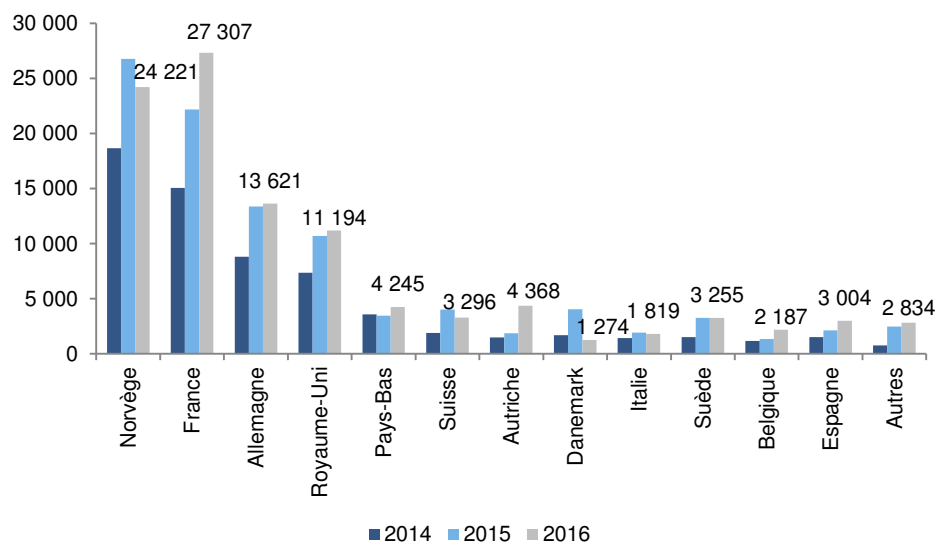
⁸ Source : « *Avis sur le caractère équitable des conditions économiques de l'ensemble des éléments contractuels en négociation entre Blue Solutions et les autres entités du Groupe Bolloré, au regard des conditions économiques prévalant en avril 2017.* » Sorgem, Mai 2017.

⁹ Source : « *Avis sur le caractère équitable des conditions économiques de l'ensemble des éléments contractuels en négociation entre Blue Solutions et les autres entités du Groupe Bolloré, au regard des conditions économiques prévalant en avril 2017.* » Sorgem, Mai 2017.

¹⁰ Source : « *En février 2017, le marché du véhicule électrique affiche +13% avec 2 664 immatriculations !* », AVERE France, Mars 2017.

¹¹ Source : « *Global EV outlook 2016* », AIE / OECD, 2016

Figure 9
Evolution du nombre des véhicules électriques en Europe entre 2014 et 2016

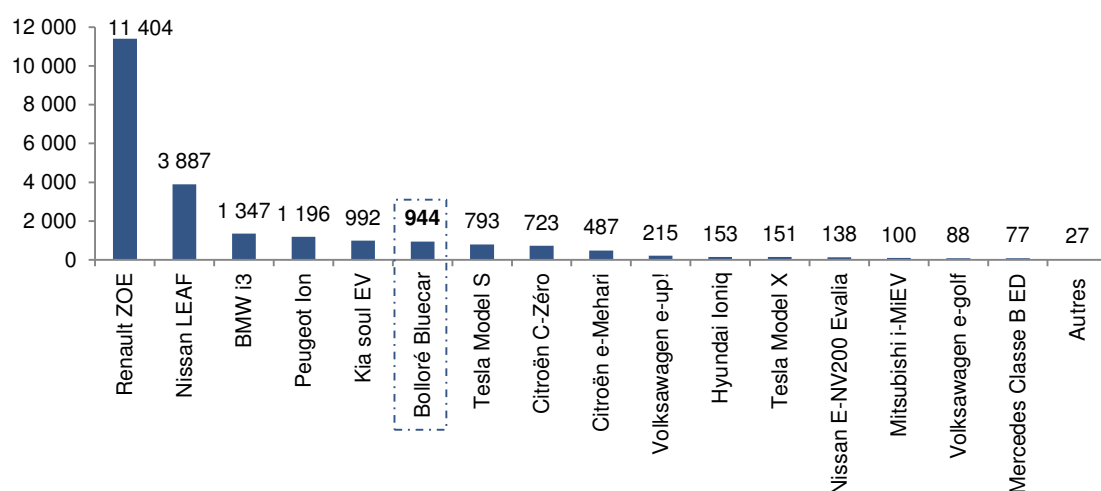


Source : « Marché automobile Europe : véhicules électriques », Avere, Janvier 2017

Le marché des véhicules électriques particuliers

En 2016, 944 Bluecar® du groupe Bolloré ont été nouvellement immatriculées. La Renault ZOE reste cependant la voiture qui domine le marché du véhicule électrique particulier en France et en Europe où elle représente respectivement 52% et 21,2% des ventes de voitures électriques (cf. Figure 10).

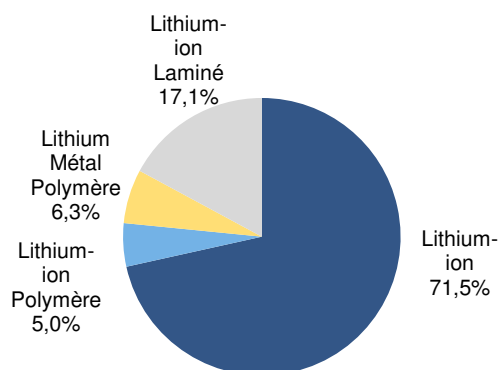
Figure 10
Répartition par marque du nombre de voitures électriques immatriculées en France en 2016



Source : Avere

Jusqu'à présent, la batterie qui équipe le plus de véhicules électriques reste la batterie lithium-ion (cf. Figure 11). En 2016, deux modèles de voitures étaient équipées de batteries LMP® développées par Blue Solutions : la Bluecar® et la Citroën E-Mehari.

Figure 11
Répartition par type de batteries du nombre de voitures électriques immatriculées en France en 2016



Source : Avere

Les perspectives d'évolution du marché du véhicule électrique particulier en France sont favorables. Ce marché, soutenu par des incitations fiscales, est poussé par l'investissement en infrastructures, avec par exemple des projets d'installation de 20 000 points de recharges électriques dans 77 collectivités à horizon 2017. D'autres projets pourraient voir le jour grâce à la levée de 10 millions d'euros supplémentaires pour le financement de nouvelles installations sur le territoire¹².

Le marché des véhicules électriques partagés

Le marché des transports en communs électriques (auto-partage, bus, et tramways) représentant un enjeu majeur pour les villes est soutenu par les politiques urbaines qui s'engagent à réduire les émissions de CO₂. Alors qu'elles ne représentent que 5% de la superficie du globe, les villes sont responsables pour environ 70% des émissions mondiales de CO₂¹³. En Chine, le nombre de bus électrique a été multiplié par six entre 2014 et 2016. Ce pays est aujourd'hui le plus grand détenteur de bus électriques. La France se place également parmi les pays disposant du plus grand réseau de transports en commun électriques. A titre d'exemple la RATP a lancé, en partenariat avec le groupe Bolloré, une première ligne de bus expérimentale totalement électrique en mai 2016. Elle a par la suite passé des commandes supplémentaires de Bluebus, en lien avec son projet « bus 2025 » dans lequel elle s'est engagée en 2014 à équiper son réseau uniquement de bus électriques¹⁴.

En 2015, la flotte mondiale en bus électrique était estimée à environ 173 000, dont la Chine détenait près de 98,3%¹⁵. Ce nombre devrait augmenter, soutenu par les politiques des gouvernements. A titre d'exemple, le nombre de véhicules électriques en Chine devrait être porté à 1,67 million d'ici 2020. En France, la loi sur la transition énergétique pour la croissance verte promulguée en août 2015, définit un seuil minimal d'équipements en autobus à faible émission qui s'applique à tous les opérateurs de transports. Ainsi à partir du 1er Janvier 2020 (2018 pour la RATP), 100% des bus et autocars acquis ou mis en service devront être des véhicules électriques, hybrides ou à gaz.

¹² Source : « *Marché automobile : véhicules électriques et infrastructures de recharge* », Avere France, Janvier 2017

¹³ Source : « *A new paradigm for urban mobility* », International Transport Forum, 2016

¹⁴ Source : « *Document de référence 2016* », Blue Solutions

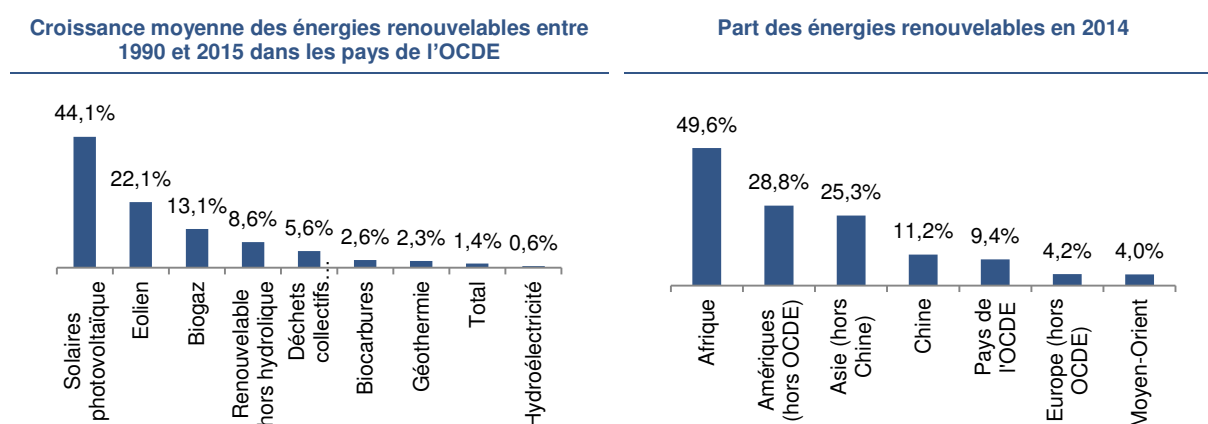
¹⁵ Source : « *Le bus électrique en Europe* », ZeEUS, 2016

La mobilité électrique doit par ailleurs être perçue dans son ensemble, associant constructeurs, fournisseurs de systèmes électriques, de systèmes de recharge et de services.

II.C.3. Le stationnaire

Les énergies renouvelables ont connu une croissance annuelle moyenne de +2,5%¹⁶ entre 1990 et 2015 sur l'ensemble des pays de l'OCDE. L'énergie renouvelable connaissant la plus forte croissance est l'énergie solaire produite par panneaux photovoltaïques, avec une croissance annuelle moyenne de +44,1% (cf. Figure 12). L'étude de l'Agence Internationale des Energies (AIE) met en exergue la part plus importante des énergies renouvelables dans les pays en développement, notamment en Afrique, où la part des énergies renouvelables était de 49,6% en 2014.

Figure 12
Le marché des énergies renouvelables



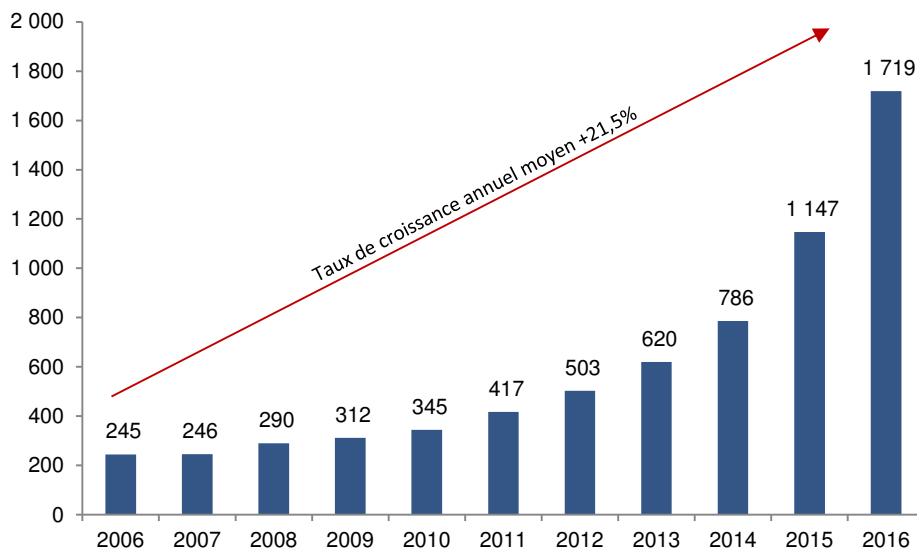
Source : « Key renewable trends 2016 » AIE / OCDE

Selon une étude de marché de l'agence d'IHS Markit, le marché du stockage électrique devrait croître considérablement dans les prochaines années. Cela serait dû principalement à trois facteurs :

- Une hausse de la consommation des particuliers dans les solutions de stockage d'énergie ;
- Des projets de stockage d'énergie plus importants ;
- Une restructuration de l'environnement concurrentiel avec notamment les signatures d'un partenariat entre Innogy SE et la division énergie solaire et stockage de Belectric Solar & Battery, ou l'acquisition du groupe Saft spécialisé dans la production de batteries par Total.

¹⁶ Y compris la part de l'hydro-électricité (source : IEA)

Figure 13
Evolution de la capacité mondiale de stockage des batteries stationnaires reliées à un réseau électrique entre 2006 et 2016 (en Megawatts)



Source : « Renewables 2017 global status report », REN21, 2016

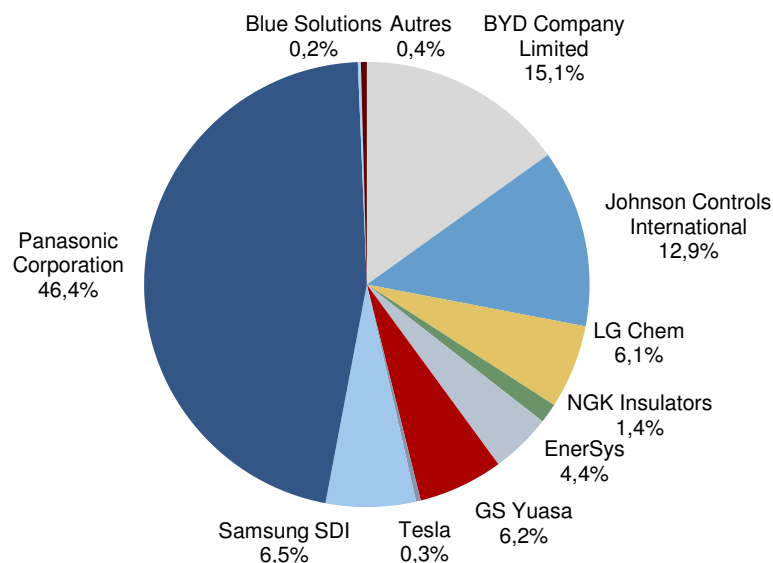
II.C.4. L'environnement concurrentiel

Le marché de la batterie à destination des véhicules électriques, dépend principalement des initiatives prises par les constructeurs et les autorités publiques. A ce titre, le marché du véhicule électrique est globalement en croissance en Europe. En 2014, 64 946 voitures électriques étaient immatriculées en Europe, et en 2016 l'Avere en dénombrait 102 625, soit une croissance moyenne sur deux ans de +25,7%.

Les acteurs du marché

Le marché de la batterie pour les véhicules électriques regroupe de nombreux acteurs, notamment asiatiques, spécialisés dans la production de batteries destinés à des applications multiples, allant du téléphone portable au stockage d'énergie solaire (cf. Figure 14). D'autres acteurs plus récents, notamment des constructeurs automobiles tels que Tesla, produisent des batteries lithium-ion pour répondre à leurs propres besoins et internaliser leur chaîne de production. D'autres constructeurs automobiles tels que Daimler et Volkswagen vont également se doter d'usines de production de batteries lithium-ion pour répondre à leurs besoins sur les véhicules électriques.

Figure 14
Part de marché des fournisseurs de batteries à destination des véhicules électriques (2016)



Sources : Documents de référence 2016, Associés en Finance

Les acteurs de marché des batteries électriques stationnaires sont également divers. Ce sont à la fois des industriels spécialisés dans la production de batteries tels que Samsung SDI ou Panasonic, des constructeurs automobiles qui diversifient leurs activités comme Daimler AG, et des groupes spécialisés dans les énergies, comme Total. A la mi-année 2016, l'allemand Sonnen détenait 23% de part du marché des batteries stationnaires en Australie, Europe et Etats-Unis, suivi du sud-coréen LG Chem et de l'allemand Energieversorgung¹⁷.

Le modèle économique de Blue Solutions

Comme il est précisé plus haut, Blue Solutions produit des batteries LMP® et des supercapacités à destination d'autres sociétés appartenant au groupe Bolloré telles que Bluecar, Bluestorage, et Bluebus.

Cette appartenance au groupe Bolloré a des conséquences sur le modèle économique de Blue Solutions, et les facteurs de risque de son activité.

En effet, il avait été notamment conclu un contrat d'approvisionnement entre Bluecar et Blue Solutions, et un partenariat avec Bluecar sur la recherche et développement des batteries LMP.

Le partenariat sur la recherche et développement prévoyait une prise en charge financière à hauteur de 36 M€ par Bluecar en contrepartie du maintien par la Société de son effort de recherche et développement de batteries LMP pendant une durée de quatre ans à compter du 6 décembre 2012.

Le contrat d'approvisionnement avait été signé le 27 juin 2013 entre Bluecar et Blue Solutions, contrat dans lequel les parties s'étaient engagées jusqu'en 2022 sur des volumes d'approvisionnement en batteries ainsi que sur des prix (pouvant être modifiés dans certaines conditions).

¹⁷ Source : « Renewables 2017 global status report », REN21, 2016

Compte tenu des évolutions de marché, à la fois du stationnaire et des véhicules électriques, les sociétés Bluecar, Bluebus, Bluestorage et Blue Solutions ont conclu, le 12 mai 2017, un nouveau contrat d'approvisionnement sur une période allant de 2017 à 2025 dans lequel les volumes et les prix ont été, comme dans le précédent contrat, fixés années par année mais révisés à la baisse.

Au-delà des volumes et des prix, assurant un certain contrôle du risque de production, le contrat d'approvisionnement précise que Bluecar est tenue de communiquer à Blue Solutions au début de chaque trimestre ses besoins pour le trimestre suivant. Par ailleurs, les commandes fermes seront indiquées à Blue Solutions 3 mois au minimum avant les dates de livraisons prévues.

Aussi, dans le cas où les volumes acquis par les sociétés Bluecar, Bluebus et Bluestorage seraient, dans une certaine mesure, inférieurs aux niveaux contractés, les sociétés devront s'acquitter d'une pénalité financière établie selon une formule contractuelle.

Ces conditions offrent à Blue Solutions, pour la durée du contrat, de la visibilité quant à ses commandes, son processus de production, et par conséquent son résultat. Par ailleurs, bien que les clients finaux de Blue Solutions ne soient actuellement que des entités détenues par le groupe Bolloré, les batteries LMP® pourraient également être commercialisées auprès de clients externes. Cependant, le prix de revient des batteries LMP® apparaît aujourd'hui supérieur à celui des batteries électriques concurrentes, par exemple les batteries Tesla¹⁸. Cet élément représente un frein aux gains de parts de marché pour Blue Solutions face à ses concurrents.

La mise en place des nouvelles conditions contractuelles au sein du Groupe Bolloré comporte également un engagement de financement de Blue Solutions par Bolloré SA jusqu'au 30 juin 2020.

Ces différents éléments sont pris en compte dans l'analyse des forces et faiblesses de Blue Solutions, présentée en Figure 15.

Des éléments plus détaillés sur l'impact des nouveaux contrats signés entre Blue Solutions et les autres entités du groupe Bolloré sont présentés en partie III.

¹⁸ *Rapport de Sorgem Evaluation*

II.C.5. Forces et faiblesses de Blue Solutions

Notre perception du positionnement stratégique de Blue Solutions est synthétisée dans la matrice SWOT de la Figure 15. Ces éléments servent de base à l'analyse du risque retenue ultérieurement dans la valorisation de la société.

Figure 15
Analyse SWOT de Blue Solutions

Forces	Faiblesses
Le marché se caractérise par de fortes barrières à l'entrée	Un marché du véhicule électrique encore très peu développé
Offre de batteries, au profit de plusieurs types de véhicules et de marchés	L'autopartage et le développement des Bus sont dépendants des investissements publics
Détenteur de sa propre technologie (LMP®)	La croissance du marché des véhicules électriques ou du stockage d'électricité reste à ce stade bridée par une faible rentabilité par rapport aux solutions classiques
Le marché des producteurs de batteries à destination des véhicules électriques est relativement concentré	Concentration du portefeuille de clients
Très bons standards de qualité des batteries comparées aux technologies lithium-ion	Une technologie plus chère que celle des concurrents
Engagements de volumes et de prix régis par un contrat avec les clients au sein du groupe Bolloré	Faible taux d'utilisation des usines et faible part de marché
Opportunités	Menaces
Potentiel de croissance très important du véhicule électrique	Développement plus rapide des autres technologies (cf. batteries au lithium - ion) et prise de part de marché des acteurs concurrents
Incitations gouvernementales pour augmenter la production de véhicules électriques	Part de marché grandissante des véhicules hybrides non rechargeables
Développement de zones émergentes aux besoins très forts en stockage d'électricité	Emergence de nouvelles technologies telles que les batteries au graphène ayant une autonomie relativement forte
Accentuation des contraintes environnementales au profit d'énergies renouvelables qui entraînent des besoins de stockage supplémentaires	Décalage des engagements de commandes matérialisés dans les nouveaux contrats

Sources : Blue Solutions, Associés en Finance

II.D. Analyse financière de Blue Solutions

II.D.1. Compte de résultat

Tableau 1
Compte de résultat de Blue Solutions sur la période 2012-2016¹⁹

Nombre d'actions (en millions)	104,3	28,8	28,8	28,8	28,8
Compte de résultat (M€)	2012	2013	2014	2015	2016
Chiffre d'affaires	61,7	47,4	97,2	121,9	109,3
<i>Croissance</i>		(23,2%)	105,0%	25,4%	(10,3%)
Achats et charges externes	(58,7)	(49,7)	(72,2)	(81,3)	(69,5)
Frais de personnel	(19,0)	(19,7)	(23,1)	(27,0)	(31,5)
Autres produits et charges opérationnels courantes	8,6	8,5	9,7	8,6	10,1
EBITDA	(7,3)	(13,5)	11,6	22,1	18,5
<i>Marge d'EBITDA (%)</i>	<i>(11,9%)</i>	<i>(28,4%)</i>	<i>11,9%</i>	<i>18,2%</i>	<i>16,9%</i>
Dotations nettes Amortissements et provisions	(10,3)	(14,8)	(17,1)	(18,3)	(18,7)
EBIT	(17,6)	(28,2)	(5,6)	3,8	(0,2)
<i>Marge d'EBIT (%)</i>	<i>(28,6%)</i>	<i>(59,6%)</i>	<i>(5,7%)</i>	<i>3,1%</i>	<i>-0,1%</i>
Résultat financier	(4,9)	(7,6)	0,0	(3,5)	1,4
Résultat avant impôts	(22,6)	(35,8)	(5,5)	0,3	1,2
Impôts totaux			(0,2)	(0,5)	(1,3)
Résultat après impôts	(22,6)	(35,8)	(5,7)	(0,2)	(0,1)
Minoritaires					
Mise en équivalence	0,14	0,14	0,06	0,2	0,0
Résultat net comptable part du groupe	(22,4)	(35,7)	(5,7)	0,0	(0,1)
<i>Marge nette part du groupe (%)</i>	<i>(36,3%)</i>	<i>(75,3%)</i>	<i>(5,8%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>(0,1%)</i>

Sources : Blue Solutions, Associés en Finance

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de Blue Solutions a progressé de +77,1% sur la période 2012-2016, à un rythme annuel de +15,4% (cf. Figure 16). Cette croissance a été très irrégulière et marquée notamment par deux années remarquables (+105,0% et +25,4% respectivement en 2014 et 2015) générée par la mise en place des contrats d'approvisionnement en juin 2013 avec Bluecar. La majeure partie de la croissance de l'exercice 2014 a été provoquée par l'accroissement très conséquent des livraisons de batteries auprès de Bluecar (2,4 fois plus de batteries ont été livrées par rapport à l'exercice précédent) en lien avec le développement de l'auto-partage et de la commercialisation des véhicules auprès des particuliers et des entreprises. En 2015, la croissance du nombre de batteries livrées à Bluecar s'est tassée, mais est restée dynamique (+10,8%). En revanche, le nombre de livraisons pour le stationnaire a fortement progressé (508 batteries en hausse de +81,4%) alimentant la croissance des Bluezone en Afrique. Le recul de -10,3% du chiffre d'affaires en 2016 est en grande partie lié au ralentissement dans le stationnaire. Il s'explique également par le léger recul des livraisons à Bluecar en raison notamment d'un taux de remplacement plus faible dans l'auto-partage du à d'une durée de vie des batteries supérieure à celle estimée initialement.

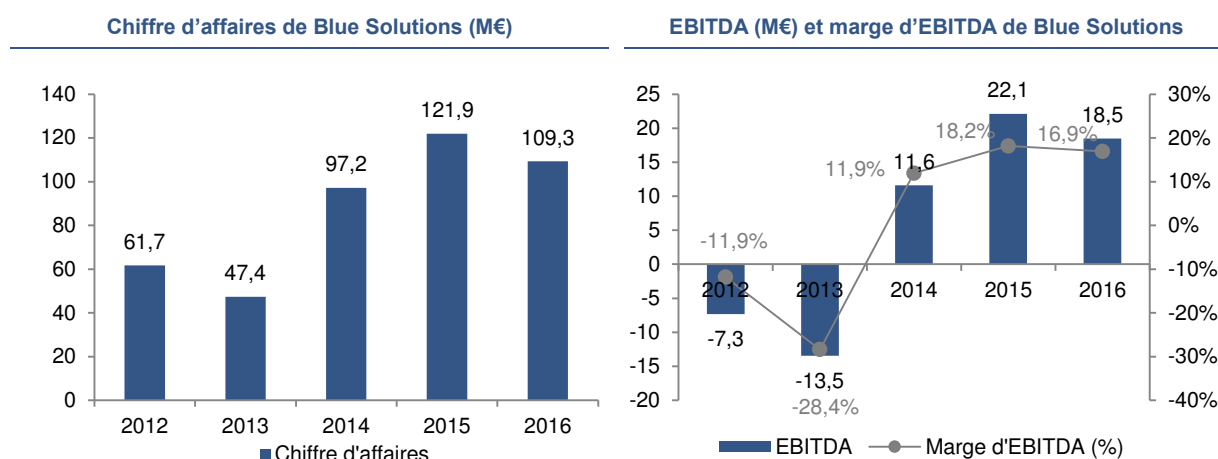
Le chiffre d'affaires de Blue Solutions est en forte baisse au premier trimestre 2017 (-38,0%), sur fond de recul de la production de voitures électriques au sein du groupe Bolloré, le groupe ayant mis davantage l'accent sur la production de batteries pour les Bus dans le cadre des livraisons pour la RATP et la ville de Rennes.

¹⁹ Le poste autres produits et charge opérationnels a été retraité des pertes et gains de change qui ont été intégrés dans le résultat financier.

Résultat opérationnel

Dès la mise en place des contrats d'approvisionnement entre Blue Solutions et les autres entités du groupe Bolloré, les volumes se sont accrus, mais également les prix, et par conséquent, le résultat, (ici l'EBITDA). En effet, à partir de l'exercice 2014, le groupe est parvenu à générer un EBITDA positif (et un EBIT positif en 2015) sur fond de hausse des ventes, des prix mais également de baisse des coûts de fabrication des packs de batteries (cf. Figure 16).

Figure 16
Evolution du chiffre d'affaires et de l'EBITDA de Blue Solutions sur la période 2012-2016



Sources : Blue Solutions, Associés en Finance

II.D.2. Analyse du bilan et flux de trésorerie

Tableau 2
Bilan de Blue Solutions sur la période 2012-2016²⁰

Bilan (M€)	2012	2013	2014	2015	2016
Immobilisations incorporelles	8,0	6,6	6,2	5,1	28,9
<i>dont survalueur</i>	0,6	0,6	0,6	0,6	24,8
Immobilisations corporelles	112,9	109,8	102,9	101,5	100,8
Stocks	18,6	27,6	20,6	22,7	22,1
Créances d'exploitation	7,9	20,3	19,3	23,3	19,5
Actif d'exploitation	147,4	164,3	148,9	152,6	171,3
Immobilisations financières	1,0	1,4	1,3	1,7	1,8
Trésorerie	1,3	11,1	14,6	16,9	12,5
Actifs destinés à la vente					
Actif total	149,6	176,8	164,9	171,1	185,6
<i>% act immo / actif exploitation</i>	<i>82,0%</i>	<i>70,8%</i>	<i>73,2%</i>	<i>69,8%</i>	<i>75,7%</i>
Fonds propres PdG	(32,3)	139,2	133,9	135,7	138,4
Minoritaires					
Provisions	(17,9)	(21,8)	(24,4)	(24,3)	(23,6)
<i>Dettes financières nettes</i>	<i>177,3</i>	<i>22,8</i>	<i>21,8</i>	<i>21,1</i>	<i>39,6</i>
Dettes financières brutes	178,6	33,9	36,4	37,9	52,1
Dettes d'exploitation	21,2	25,5	19,0	21,8	18,7
Passif total	149,6	176,8	164,9	171,1	185,6

Sources : Blue Solutions, Associés en Finance

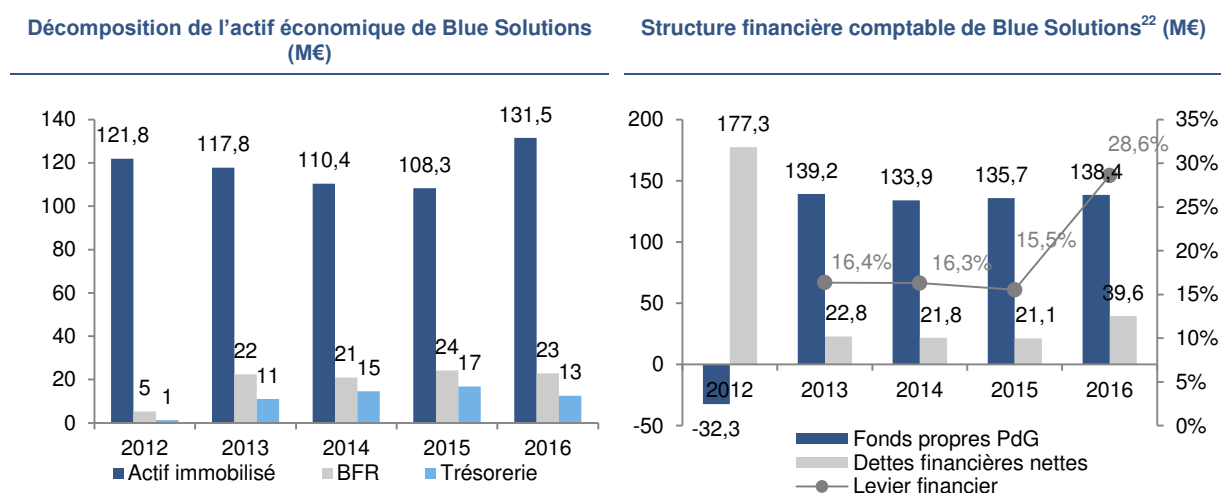
²⁰ Les provisions incluent ici en négatif les impôts différés.

Structure Financière et Structure de bilan

Le niveau d'endettement financier net est resté relativement stable entre 2013 et 2016 (+11,1% hors complément de prix lié à l'acquisition de Capacitor Sciences), ce qui se reflète dans l'évolution modérée des frais financiers. Des niveaux de fonds propres assez constants et une stabilité de l'endettement net ont permis de maintenir le niveau du levier comptable (16,4% en 2013 contre 18,3% en 2016, hors complément de prix). En 2012, la majeure partie de l'endettement du groupe correspondait à la convention de trésorerie mise en place avec Bolloré pour 145,8 M€. En 2016, les dettes financières correspondent à la dette liée à la clause de retour à meilleure fortune²¹ envers Bolloré relative à l'abandon de créance accordé en 2009 pour un montant de 34,9 M€.

L'actif immobilisé du groupe est composé d'immobilisations corporelles, à hauteur de 77,7% en 2016, avec les quatre usines du groupe et l'outillage de production, et dont l'évolution a été très stable sur les derniers exercices. Au cours des trois derniers exercices, la relative stabilité du chiffre d'affaires et des éléments de bilan (cf. Tableau 2) a permis de maintenir un niveau de rotation de l'actif économique à peu près constant.

Figure 17
Composition du Bilan de Blue Solutions



Sources : Blue Solutions, Associés en Finance,

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement de Blue Solutions exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires a sensiblement diminué au cours de la période 2013-2016 (20,9% fin 2016 contre 47,4% initialement), sous l'effet de la stabilité des ventes et d'une amélioration du niveau de stocks.

Flux de trésorerie

Les flux de trésorerie générés par l'activité de la société ont baissé entre 2013 et 2016, principalement à cause du maintien d'un niveau d'investissements annuels importants pour assurer son développement (13,6% du chiffre d'affaires en moyenne sur la période). L'année 2013 a été

²¹ La société Blue Solutions s'est engagée à rembourser un montant de 37,5 M€ à Bolloré SA, montant correspondant à la créance abandonnée en 2009, par versement du tiers du résultat courant positif avant impôt de la société, plafonné au montant du résultat comptable, jusqu'à extinction de la dette.

²² La dette nette prend ici en compte le complément de prix lié à l'acquisition de Capacitor Sciences ainsi que les engagements envers le personnel.

marquée par l'introduction en bourse de la Société, et une importante augmentation de capital réalisée par Bolloré SA et Bolloré Participations à hauteur de leurs pourcentages respectifs dans le capital avant opération. Cette augmentation de capital s'est élevée à 133,8 M€ et a donné lieu à l'émission de 26,75 millions d'actions nouvelles. La fin d'année 2016 a, quant à elle, été marquée par l'acquisition de la société Capacitor Sciences (société spécialisée dans la recherche d'optimisation de stockage d'électricité), ce qui explique la forte hausse des flux d'investissement en 2016 (cf. Tableau 3).

Tableau 3
Tableau de flux de trésorerie de Blue Solutions sur la période 2012-2016

Flux de trésorerie (M€)	2012	2013	2014	2015	2016
Capacité d'autofinancement	(8,0)	(13,4)	12,3	22,6	17,4
Variation du BFR	(8,8)	(19,1)	2,2	(4,3)	1,8
Flux générés par l'activité (1)	(16,7)	(32,4)	14,4	18,3	19,2
Investissements en immobilisations	(43,2)	(17,1)	(11,2)	(16,3)	(17,5)
Cession d'immobilisations	0,1	0,1	0,0	0,3	1,7
Investissements financiers nets	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)
Cession d'immobilisations financières					
Acquisition et cession de filiales	(0,2)	(0,3)			(7,6)
Flux liés aux opérations d'investissement (2)	(43,3)	(17,2)	(11,2)	(16,1)	(23,6)
Cash Flow nets (1)+(2)	(60,0)	(49,6)	3,2	2,2	(4,4)
Dividendes versés (y.c. rachat d'actions)					
Autre variation des fonds propres	106,0	206,8			
Subventions d'investissement reçus	0,7	0,2	0,3		
Variation de fonds propres (3)	106,7	207,0	0,3	-	-
Solde (1)+(2)+(3)	46,7	157,3	3,5	2,2	(4,4)
Encaissement net d'emprunts	(3,8)	(1,5)	(0,0)	0,1	0,1
Variation de trésorerie hors change	43,0	155,8	3,4	2,3	(4,3)
Incidence des variations de change	0,1	(0,2)	0,0	(0,1)	0,1
Variation de trésorerie	43,1	155,6	3,5	2,2	(4,3)

Sources : Blue Solutions, Associés en Finance

III. Examen des accords entre les parties

Le développement de la Société étant fortement dépendant de l'activité d'autres entités du Groupe Bolloré, celui-ci avait été en partie sécurisé, au moment de l'introduction en Bourse de Blue Solutions, par la mise en place d'un certain nombre d'accords au sein du Groupe Bolloré, et notamment un contrat d'approvisionnement de batteries entre Blue Solutions et Bluecar.

Le Conseil d'administration de Blue Solutions, dans sa séance du 23 mars 2017, a constaté que le développement de la concurrence dans la technologie des batteries lithium-ion, basé sur des volumes importants et des prix plus bas, imposait de revoir les volumes et les prix de vente des batteries de Blue Solutions afin de répondre à ces enjeux. Les négociations entre Bolloré et Blue Solutions ont abouti les 11, 12 mai et 19 juin 2017 à la signature de nouveaux accords détaillés ci-après.

Promesses de vente à l'intention de Blue Solutions

Le 30 août 2013, le Groupe Bolloré²³ et la Société ont conclu des accords portant sur des promesses de vente des actions de différentes entités du groupe Bolloré (Blueboat, Bluebus, Bluecar, Bluecarsharing, Autolib', Bluetram, Bluestorage, Polyconseil et IER). Les promesses de vente permettaient à Blue Solutions d'acquiescer entre le 1^{er} septembre 2016 et le 30 juin 2018 la totalité des actions de ces entités, sur la base d'un prix de vente arrêté par un expert indépendant. Dans ce contexte, Monsieur Thierry Bergeras a été nommé par le Tribunal de Commerce de Paris le 30 novembre 2016 en qualité d'expert indépendant et a rendu son rapport d'expertise le 17 mars 2017. Chaque société précitée faisait l'objet d'une promesse de vente distincte.

Sur cette base, le Conseil d'Administration de Blue Solutions a décidé, le 23 mars 2017, qu'il n'exercerait pas les options d'achat à sa disposition jusqu'à leur date d'échéance. Par ailleurs, la Société s'est rapprochée du groupe Bolloré afin que lui soit accordée une nouvelle fenêtre d'exercice des options au cours du premier semestre 2020. A cet égard, les parties ont signé le 12 mai 2017 un accord qui prévoit que les promesses de vente pourront être exercées entre le 1^{er} janvier 2020 et le 30 juin 2020. Après cette date, les promesses seront considérées comme caduques de plein droit, ne donnant lieu aucune indemnité.

La Société pourra faire appel à un expert indépendant auprès du Tribunal de Commerce de Paris afin qu'il se prononce sur la valorisation des actions de la société visée. Le prix arrêté par l'expert indépendant constituera le prix de vente des actions sous réserve que la promesse soit exercée dans les 45 jours ouvrés suivant la publication du rapport d'expertise.

Pour chaque société, si Blue Solutions n'a pas exercé son option d'achat au 30 juin 2020 et que les actions sont cédées par le groupe Bolloré dans les 18 mois suivants, alors Blue Solutions pourra bénéficier du gain qu'elle aurait réalisé en cas d'exercice de la promesse et de la cession par ailleurs.

L'existence de ces promesses de vente n'a pas d'impact spécifique sur la valorisation de Blue Solutions à la date d'aujourd'hui, dans la mesure où leur prix d'exercice sera fonction de la valorisation à dire d'expert à leur date d'exercice potentiel, et où leur exercice sera lié aux possibilités de financement de Blue Solutions à cette date.

Accord de financement de Blue Solutions par Bolloré

Le 30 novembre 2001, une convention de trésorerie a été signée entre Bolloré et Blue Solutions pour une durée indéterminée. Ce contrat avait pour objet de permettre à Blue Solutions de financer sa croissance. Le 30 août 2013, dans le cadre de l'introduction en bourse de Blue Solutions, Bolloré s'était engagé à maintenir effectif cet accord jusqu'au 30 juin 2016.

²³ Pour des raisons de simplification, le terme « groupe Bolloré » résume ici les sociétés Bolloré, Compagnie de Guilvinec, Compagnie de Port-Manech, Financière de Cézembre, MP42, Société de Culture des Tabacs, SOFIPROM, Compagnie du Cambodge, et la Société industrielle et Financière de l'Artois.

En date du 12 mai 2017, Bolloré et Blue Solutions ont décidé de maintenir l'exécution de la convention de trésorerie jusqu'au 30 juin 2020.

La présente convention de trésorerie se réfère au taux EONIA moyen trimestriel majoré de +1,0% pour les avances consenties par Bolloré et au taux EONIA trimestriel majoré de + 0,50% pour les avances consenties à Bolloré, sachant que si le taux EONIA trimestriel est négatif, un plancher de 0% sera retenu.

Cette convention de trésorerie ne comprend pas de dispositions spécifiques de nature à influencer l'analyse du prix d'Offre. Elle permet par ailleurs à Blue Solutions de s'assurer d'un financement à des conditions compétitives, dans un contexte où son développement nécessite encore des investissements significatifs.

Contrat de coopération en matière de recherche et développement

Bluebus, Bluecar, Bluestorage et Blue Solutions se sont à nouveau rapprochés en juin 2017 afin d'établir, au-delà de leurs accords du 12 mai 2017 portant sur les volumes d'approvisionnement et les prix des batteries, un contrat de coopération en matière de recherche et développement afin de renforcer le potentiel de développement des batteries et des différentes applications.

Au titre de ce contrat signé le 19 juin 2017, Bluebus, Bluecar et Bluestorage s'engagent à verser à Blue Solutions une somme forfaitaire payable en juillet 2017 et juillet 2018, destinée à accroître les moyens de Blue Solutions nécessaires au programme de R&D mis en place pour l'amélioration des performances électrochimiques de la batterie LMP®. Ces améliorations seront caractérisées par l'augmentation de l'énergie embarquée, la réduction de la température de fonctionnement et la hausse de la réponse à appel de puissance. Blue Solutions sera tenue de rendre compte aux différentes entités un état d'avancée des recherches et des résultats à minima une fois par trimestre.

Contrat d'approvisionnement entre Bolloré et Blue Solutions

Le 27 juin 2013, Blue Solutions et la société Bluecar ont conclu contractuellement un engagement d'approvisionnement en batteries LMP® jusqu'au 31 décembre 2022.

Ce contrat d'approvisionnement prévoyait les principales stipulations suivantes :

- Bluecar s'approvisionnera auprès de la Société pour un nombre minimal annuel prédéterminé de batteries LMP de 30 KWh et de puissance maximale de 60 KW, ce nombre s'élevant à 2 000 batteries par an de 2014 à 2017, 4 500 batteries en 2018, 7 500 batteries en 2019, 11 000 batteries en 2020 et 2021 et 14 000 batteries en 2022.
- Les batteries sont vendues à Bluecar à un prix unitaire initial de 38 000 € HT, ce prix étant ajusté à compter de 2018 selon une formule dégressive en fonction des volumes commandés. Le prix pourra être réduit pour une année donnée jusqu'à 25 000 € HT pour les batteries achetées au-delà de la 7 500^e batterie équivalente de 30 kWh.
- Le contrat prévoyait de plus que le prix des batteries était susceptible d'être modifié avec l'accord préalable et exprès de Blue Solutions et de Bluecar dans le cas où des circonstances substantielles l'imposeraient.

Compte tenu du décalage entre les conditions actuelles du marché des batteries pour voitures électriques et les hypothèses envisagées lors de la conclusion du contrat, les parties ont convenu d'un commun accord de résilier en date du 12 mai 2017 cet engagement. Un nouveau contrat a été mis en place à la même date. Ce dernier présente les principales caractéristiques suivantes :

- Son échéance est plus longue, puisqu'il couvre la période 2017 à 2025.
- Son périmètre ne porte plus seulement sur Bluecar, mais aussi Bluebus et Bluestorage, compte tenu des évolutions du marché et des perspectives de développement des

produits de Blue Solutions non seulement dans les véhicules électriques mais aussi dans le stockage et le stationnaire.

- Comme dans le précédent contrat, les volumes et les prix de vente sont fixés année par année, mais révisés à la baisse par rapport au contrat initial.
- Des stipulations précises encadrent les éventuels manquements des parties à leur engagement contractuel et les pénalités qui en découleraient.

Conclusion sur l'examen des accords entre les parties

L'ensemble des accords signés entre Blue Solutions et les autres entités du groupe Bolloré portant sur les engagements de volumes, de prix et des conditions de financement ont été examinés par le cabinet Sorgem, qui conclut au caractère équilibré des nouvelles conditions contractuelles.

Par ailleurs, la modification des options de vente, la mise en place du nouveau contrat de financement, et la résiliation du contrat d'approvisionnement de batteries, ont été soumises à la procédure des conventions réglementées et ont fait l'objet d'une autorisation préalable du conseil d'administration de Blue Solutions en date du 12 mai 2017, au cours duquel les administrateurs communs aux sociétés Bolloré et Blue Solutions n'ont pas pris part au vote. Ces conventions seront soumises à l'approbation de l'assemblée générale de Blue Solutions statuant sur les comptes de l'exercice 2017, conformément aux dispositions légales.

D'un point de vue financier, ni les promesses de vente ni la convention de trésorerie ne comprennent de dispositions spécifiques de nature à influencer l'analyse du prix d'Offre.

La résiliation du contrat d'approvisionnement signé en juin 2013 et la mise en place d'un nouveau contrat représentent un nouveau contexte opérationnel pour la Société, et le plan d'affaires de Blue Solutions a été construit sur cette nouvelle base.

La mise en place d'un nouveau contrat répond à la constatation d'une inadéquation entre les conditions en vigueur antérieurement et la possibilité d'un développement des débouchés des produits de Blue Solutions. Le maintien du contrat antérieur aurait conduit à rendre non compétitifs sur le marché les produits commercialisés par les autres entités du groupe Bolloré, ce qui, à l'échéance de l'accord initial (2022), pouvait avoir pour conséquence une réduction drastique des débouchés des batteries produites par Blue Solutions.

De ce point de vue, l'équilibre pour l'actionnaire minoritaire de Blue Solutions s'établit entre le maintien du contrat antérieur, offrant certes des perspectives plus favorables à court terme, mais avec un fort risque au-delà de 2022, et les conditions des nouveaux contrats, qui contribuent à la pérennité de l'activité de Blue Solutions, allongent l'engagement des entités du groupe Bolloré vis-à-vis de Blue Solutions jusqu'en 2025, et garantissent le financement de son activité à des taux compétitifs. Ils offrent également l'opportunité à Blue Solutions d'exercer à son profit les promesses de vente sur le périmètre Blue Applications en 2020, c'est-à-dire de constituer le cas échéant un groupe intégré actif dans les applications électriques dans la mobilité et le stockage, à un moment où le développement des activités électriques du groupe Bolloré devrait être plus stable qu'aujourd'hui.

Associés en Finance en conclut que ces nouvelles conditions ne constituent pas une rupture d'égalité de traitement entre les différentes catégories d'actionnaires de Blue Solutions.

Enfin, Associés en Finance a vérifié que le maintien des conditions de volumes de batteries résultant du contrat d'approvisionnement initial²⁴ ne conduirait pas à une valorisation de Blue Solutions supérieure au prix d'Offre.

²⁴ Associés en Finance a pris en compte dans ses calculs les volumes prévus au contrat initial, mais a tenu compte des nouvelles conditions de prix, dans la mesure où il était prévu que le prix des batteries puisse faire l'objet de modification dans le cas où des circonstances substantielles l'imposeraient.

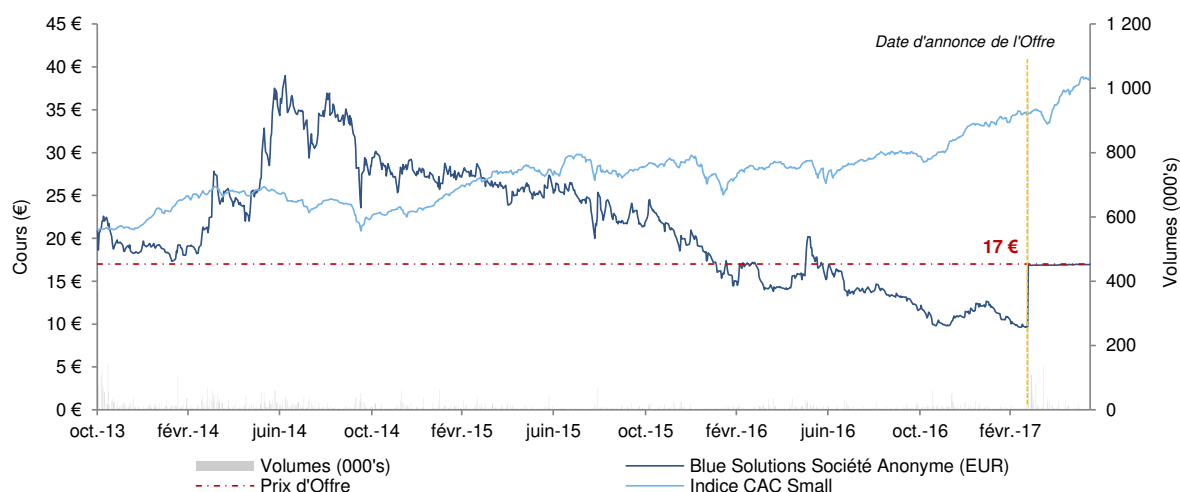
IV. Evaluation de Blue Solutions

IV.A. Examen du cours de bourse

Avant l'annonce du projet d'offre et depuis son introduction en bourse le 30 octobre 2013, le cours de l'action Blue Solutions a évolué dans une fourchette comprise entre 9,6 €, le 20 mars 2017, soit trois jours avant le lancement de la présente Offre et 39,4 € (juillet 2014). Sur la base du cours de clôture au jour de l'introduction en bourse, la performance du titre Blue Solutions s'établit à -53,7% tandis que sur la base du prix d'introduction (14,5 €), la performance s'établit à -33,1%. Avant l'annonce du projet d'Offre le 23 mars 2017, le cours de l'action Blue Solutions n'avait jamais retrouvé son niveau du premier semestre 2014 (cf. Figure 18).

Depuis son introduction en bourse, trois périodes caractérisent l'évolution du cours de Blue Solutions. Une première court entre le 30 octobre 2013 et le 8 juillet 2014 et est marquée par les publications des résultats de l'exercice 2013 et du premier trimestre 2014, et durant laquelle la performance boursière du titre s'établit à +80,2%. Une deuxième, plus courte, court jusqu'à mi-octobre 2014, durant laquelle le cours de bourse a chuté de -37,8% malgré une publication des résultats semestriels positive. Depuis lors, la tendance baissière et quasi continue du cours n'a pris fin que lors de l'annonce de la mise en service de la ligne de Bus 100% électrique de la RATP le 30 mai 2016 (hausse de +9,6% sur la séance). Néanmoins, le cours a connu une nouvelle phase de baisse ensuite, atteignant des points bas au moment du lancement de l'Offre. Sur cette période, la performance du titre s'établit à -58,8%.

Figure 18
Performance boursière de l'action Blue Solutions depuis son introduction en bourse



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Au 23 mars 2017, avant l'annonce de l'Offre²⁵, le cours moyen pondéré par les volumes quotidiens de l'action Blue Solutions avait atteint son plus haut niveau sur un an le 6 juin 2016 à 19,98€ après plusieurs séances de bourse positives faisant suite à l'annonce du lancement de la première ligne de bus 100% électrique à Paris déjà mentionnée. En moyenne sur un an, 8 095 titres ont été échangés par jour de négociation (cf. Tableau 4). Les volumes cumulés échangés sur cette période s'établissent à 2,09 millions de titres soit 7,24% du capital de la société ou 65,83% du flottant.

²⁵ L'Offre a été annoncée le 23 mars 2017 post Bourse

Tableau 4
Volumes échangés sur l'action Blue Solutions au 23 mars 2017

Date	Cours de clôture	Nombre moyen d'actions échangées (000')	Rapporté au nombre total d'actions (%)	Rapporté au total flottant (%)	Nombre cumulé d'actions échangées	Rapporté au nombre total d'actions (%)	Rapporté au total flottant (%)
23-mars-17	9,70	3,03	0,01%	0,10%	3,03	0,01%	0,10%
Moy. 1M	9,95	5,31	0,02%	0,17%	106,27	0,37%	3,35%
Moy. 3M	11,05	6,87	0,02%	0,22%	432,88	1,50%	13,65%
Moy. 6M	11,25	8,36	0,03%	0,26%	1 069,46	3,71%	33,71%
Moy. 9M	12,36	7,49	0,03%	0,24%	1 452,28	5,04%	45,78%
Moy. 12M	13,18	8,09	0,03%	0,26%	2 088,39	7,24%	65,83%

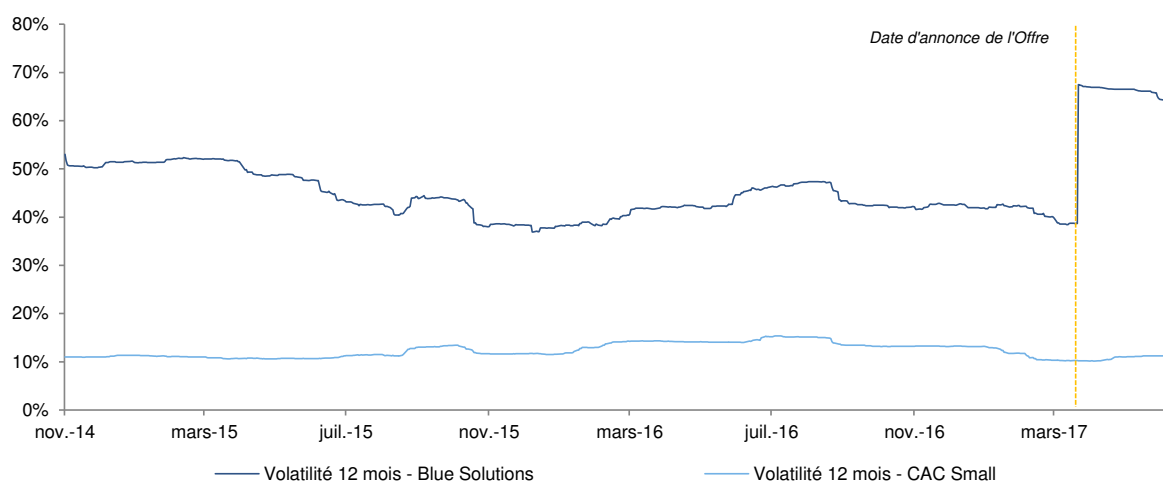
Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Suite à l'annonce de l'Offre, le cours de l'action Blue Solutions s'est logiquement ajusté, et s'est établi en moyenne depuis l'annonce à 16,91 € contre un prix d'Offre de 17,0 € par action proposé.

Volatilité du cours de l'action Blue Solutions

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de données de performances boursières passées. La volatilité dont l'évolution depuis novembre 2014 est présentée sur la Figure 19 est calculée sur la base des rentabilités hebdomadaires de l'action Blue Solutions.

Figure 19
Volatilité sur 1 an glissant de l'action Blue Solutions depuis novembre 2014



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

La volatilité de l'action Blue Solutions est nettement supérieure à celle de l'Indice CAC Small en partie en raison de sa faible liquidité. En moyenne, la volatilité du titre Blue Solutions en bourse s'établit à 45,7% depuis novembre 2014 contre 12,3% pour l'Indice CAC Small.

Primes extériorisées par l'Offre

Tableau 5
Moyenne des cours pondérés par les volumes au 23 mars 2017 et primes extériorisées par l'Offre

Données boursières		Cours	Prime
Cours de clôture au 23 mars 2017		9,70	75,3%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois		10,01	69,9%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois		11,21	51,6%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois		11,10	53,1%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 9 mois		11,99	41,8%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 12 mois		13,18	29,0%
Plus haut sur 12 mois	6-juin-16	19,98	(14,9%)
Plus bas sur 12 mois	22-mars-17	9,63	76,5%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Le prix d'Offre de 17,0 € extériorise une prime de +75,3% par rapport au cours de clôture au 23 mars 2017. Les primes calculées par rapport aux cours moyens pondérés sur plus longues périodes sont élevées : le prix d'Offre correspond à une prime de +69,9% par rapport aux cours moyens pondérés sur un mois avant l'annonce et de +29,9% par rapport aux cours moyens pondérés sur un an.

IV.B. Les méthodes de valorisation écartées

Associés en Finance n'a pas retenu les méthodes d'évaluation suivantes, peu pertinentes au cas d'espèce :

■ Méthode de l'Actif net comptable :

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la société. A titre d'information, l'actif net par action ressortant des derniers comptes publiés par Blue Solutions s'établit à 4,8 € par action au 31 décembre 2016.

■ Méthode de l'Actif net réévalué :

La méthode de l'Actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings. La revalorisation des actifs est dans le cas présent captée par l'application des méthodes de valorisation par les flux futurs actualisés.

■ Valorisation par les dividendes :

Blue Solutions n'étant pas considérée comme une valeur de rendement, l'approche par l'actualisation des dividendes n'a pas été retenue. Il lui a été substitué une méthode *DCF to equity*, qui prend en compte la capacité de distribution sous contrainte de levier cible.

IV.C. Les méthodes de valorisation retenues

Plusieurs méthodes de valorisation décrites ci-après utilisent des paramètres communs que sont le nombre d'actions, ou les éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres.

Détermination du nombre d'actions

Le nombre d'actions composant le capital de Blue Solutions est de 28 838 316 actions. A la date de dépôt de l'Offre, la Société ne détenait aucune action au titre de l'autocontrôle.

Il existe 353 500 actions gratuites et actions de performance, encore en phase d'acquisition en date de clôture de l'Offre. A cet égard, elles n'ont pas été prises en compte dans les paramètres de valorisation.

Par conséquent, le nombre d'actions retenu par Associés en Finance dans le cadre de ses travaux d'évaluation se compose de 28 838 316 titres.

Traitement des déficits fiscaux reportables

Au 31 décembre 2016, Blue Solutions disposait de déficits fiscaux reportables non activés pour un montant de 66,7 M€, dont 11,4 M€ attribuables à Blue Solutions Canada et expirant entre 2027 et 2034. Ces reports déficitaires ont fait l'objet d'une valorisation par Associés en Finance. Dans ce but, ils ont été incorporés directement dans la modélisation, en tenant compte uniquement de ceux liés à Blue Solutions France. En effet, la Société indique que les déficits fiscaux au Canada seront très difficilement récupérables.

Dans sa modélisation par actualisation des flux de trésorerie, Associés en Finance a pris en compte la consommation de ces déficits fiscaux dès lors que la base imposable permet de les utiliser, dans les limites de la réglementation fiscale. Associés en Finance a également calculé la valeur de la Société hors prise en compte de ces déficits reportables. Par différence entre les deux résultats obtenus (avec et sans prise en compte de l'existence des déficits reportables), il ressort des travaux d'Associés en Finance une valeur des déficits fiscaux reportables de 23,4 M€.

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Certaines des méthodes de valorisation décrites (méthode de valorisation intrinsèque *DCF to firm*, ou méthode des multiples) déterminent dans un premier temps une valeur d'entreprise dont sont ensuite déduits la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements effectués pour aboutir à la valeur des fonds propres. Les méthodes habituellement utilisées par les évaluateurs consistent à examiner la situation de la trésorerie et des provisions au bilan et à intégrer ces provisions avec discernement dans la valorisation lorsqu'elles peuvent être considérées comme des engagements et donc comme des équivalents de dettes. Dans cet esprit, et sur la base des comptes à fin décembre 2016, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Blue Solutions (Tableau 6).

Tableau 6
Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (M€)²⁶

Dettes financières brutes	34,9
Trésorerie et équivalents	(12,5)
Dette nette	22,4
Engagements envers le personnel fiscalisés	1,7
Autres provisions non courantes (relatives à un redressement fiscal)	0,8
Titres mis en équivalence	(1,5)
Autres actifs financiers non courants	(0,2)
Déficits reportables	(23,4)
Somme des Eléments de passage	-0,3

Sources : Blue Solutions, Associés en Finance

Les ajustements pris en compte s'élèvent à + 0,3 M€.

IV.C.1. Objectifs de cours sur Blue Solutions (à titre indicatif)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. Par ailleurs, Blue Solutions fait l'objet d'un suivi très limité par les analystes financiers, qui sont seulement deux²⁷ à publier régulièrement des notes de recherche sur le titre. A titre indicatif, le prix d'offre de 17,0 € extériorise une forte prime (+78,9%) par rapport à la moyenne des objectifs de cours de ces deux analystes, qui, tous deux s'établissaient à 9,50 € au 23 mars 2017, avant l'annonce de l'Offre. L'un des deux objectifs de cours datait du 1^{er} mars 2017 (passé à cette date de 13,0 € à 9,50 €), et l'autre du 22 novembre 2016 (passé à cette date de 12,0 € à 9,50 €).

IV.C.2. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée. La pertinence

²⁶ La valeur actuelle des déficits fiscaux reportable a été utilisées dans les éléments de passage uniquement dans le cadre de l'application de la méthode des multiples (boursiers et transactionnels) compte tenu du fait que la modélisation par actualisation des flux en tient déjà compte directement dans ses flux.

²⁷ Kepler Cheuvreux et HSBC

de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

Compte tenu de la spécificité de l'activité de Blue Solutions, tournée uniquement sur la production de batteries LMP, technologie spécifique, et de supercapacités, pour les véhicules électriques et le stationnaire, des zones géographiques dans lesquelles intervient la Société, et de sa taille, il n'existe pas de sociétés réellement comparables (une description des sociétés présentées à titre indicatif retenues est indiquée en Annexe 1). De plus, la rentabilité de la société est actuellement faible et ne peut pas être considérée comme normative. Par ces différentes raisons, la méthode des comparables boursiers est présentée de manière indicative seulement.

Les Tableau 7 et Tableau 8 présentent les caractéristiques opérationnelles et boursières des différentes sociétés qui ont été identifiées comme actives de manière directe ou indirecte dans l'alimentation de véhicules électriques. Les multiples sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois au 14 juin 2017.

Tableau 7
Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon (M€)

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	TCAM 2016-2018			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
		2016R	2016R	2016R	CA	EBITDA	EBIT	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
Panasonic Corporation	Japan	60 118,8	4 690,0	2 481,0	3,7%	10,4%	14,7%	7,8%	8,1%	8,8%	4,1%	4,2%	5,0%
Johnson Controls	Etats-Unis	31 729,4	3 407,2	2 490,4	(6,6%)	17,3%	21,1%	10,7%	16,2%	16,9%	7,8%	12,1%	13,2%
LG Chem, Ltd.	South Korea	16 384,2	2 639,8	1 579,7	13,1%	12,8%	17,7%	16,1%	16,4%	16,0%	9,6%	10,7%	10,4%
BYD Company Limited	China	13 577,7	1 978,5	1 060,8	14,2%	11,8%	15,0%	14,6%	13,0%	14,0%	7,8%	7,5%	7,9%
Tesla, Inc.	United States	6 207,7	283,7	(554,6)	69,0%	ns	nd	4,6%	8,4%	11,2%	(8,9%)	(6,8%)	0,1%
Samsung SDI Co., Ltd.	South Korea	4 124,6	(373,8)	(734,6)	15,3%	nd	nd	(9,1%)	8,1%	11,5%	(17,8%)	(0,1%)	3,0%
NGK Insulators, Ltd.	Japan	3 331,8	767,6	549,8	5,2%	8,0%	8,3%	23,0%	23,7%	24,3%	16,5%	16,5%	17,5%
GS Yuasa Corporation	Japan	2 971,8	308,2	178,1	6,9%	8,3%	9,3%	10,4%	11,1%	10,7%	6,0%	6,4%	6,3%
EnerSys	United States	2 054,0	279,3	229,7	3,2%	8,9%	9,2%	13,6%	14,2%	15,1%	11,2%	12,0%	12,5%
DBT SA	France	10,6	(4,1)	(4,6)	19,8%	nd	nd	(38,9%)	(10,5%)	5,7%	(43,0%)	(16,3%)	nd
Moyenne					19,9%	8,4%	8,9%	0,6%	9,2%	13,1%	(6,0%)	2,0%	7,9%
Médiane					11,1%	8,3%	9,2%	7,5%	9,8%	11,4%	(1,5%)	3,2%	6,3%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Note : données financières calendarisées au 31-déc ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

Tableau 8
Caractéristiques boursières de l'échantillon (M€)

Société	Capitalisation	Valeur	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
	boursière	d'entreprise	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
Panasonic Corporation	25 014,7	22 915,6	0,38x	0,38x	0,37x	4,9x	4,7x	4,1x	9,2x	9,0x	7,3x
Johnson Controls	34 771,1	47 242,4	1,53x	1,69x	1,60x	14,3x	10,4x	9,4x	19,5x	13,9x	12,1x
LG Chem, Ltd.	16 002,7	16 966,7	1,01x	0,84x	0,78x	6,3x	5,1x	4,9x	10,5x	7,8x	7,5x
BYD Company Limited	15 110,3	20 698,3	1,46x	1,33x	1,15x	10,0x	10,2x	8,2x	18,7x	17,8x	14,5x
Tesla, Inc.	45 894,7	51 955,5	8,30x	5,09x	3,00x	ns	ns	26,7x	ns	ns	ns
Samsung SDI Co., Ltd.	7 672,8	2 840,6	0,64x	0,57x	0,51x	ns	7,1x	4,4x	ns	ns	16,9x
NGK Insulators, Ltd.	6 223,4	6 168,9	1,86x	1,77x	1,61x	8,1x	7,5x	6,6x	11,3x	10,7x	9,2x
GS Yuasa Corporation	1 710,0	2 353,5	0,78x	0,81x	0,74x	7,5x	7,2x	6,9x	13,0x	12,5x	11,8x
EnerSys	3 026,2	3 147,9	1,59x	1,50x	1,40x	11,7x	10,5x	9,2x	14,2x	12,5x	11,1x
DBT SA	15,3	20,0	1,88x	1,62x	1,32x	ns	ns	23,0x	ns	ns	nd
Moyenne			1,94x	1,56x	1,25x	9,0x	7,8x	10,4x	13,8x	12,0x	11,3x
Médiane			1,50x	1,41x	1,23x	8,1x	7,3x	7,6x	13,0x	12,5x	11,5x

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Note : données financières calendarisées au 31-déc ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

Seuls les multiples de chiffre d'Affaires et d'EBITDA 2016 ont été retenus, compte tenu de la phase de transition que connaît la Société (rappelons que le chiffre d'affaires de Blue Solutions est en baisse de -38% au 1^{er} trimestre 2017). Les multiples de PER (*Price Earning Ratio*) sont pour leur

part biaisés par les différences de structure financière des sociétés. Enfin, les multiples médians ont été retenus compte tenu de l'hétérogénéité des multiples individuels.

En appliquant les multiples de chiffre d'Affaires et d'EBITDA médians 2016 de l'échantillon, soit 1,5x et 8,2x, aux agrégats 2016 publiés par Blue Solutions et compte tenu des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres décrits plus bas, les résultats de l'évaluation par la méthode des comparables boursiers aboutissent à une valeur implicite comprise entre 4,68 € et 5,18 € par action. Le prix d'Offre fait ressortir une prime supérieure à +200% par rapport à ces dernières. L'application de multiples prospectifs à des agrégats opérationnels prévisionnels extérioriserait des valeurs significativement plus basses et par conséquent des primes encore plus élevées. Rappelons que ces résultats doivent être considérés à titre indicatif seulement.

IV.C.3. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Le manque de données fiables sur ces multiples et surtout l'absence de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables, notamment en termes de taille et de modèle économique, imposent de présenter à titre purement illustratif cette méthode d'évaluation dans le cadre de la valorisation de Blue Solutions.

Dans le cas présent, un échantillon de cinq transactions a été identifié (cf. Tableau 9), portant sur une part du capital significative de la cible et annoncées lors des cinq dernières années. Le détail de ces transactions est présenté en Annexe 2.

Tableau 9
Multiples de transactions de l'échantillon retenu

Date d'annonce	Cible		Acquéreur	Données fin. (M€)		Multiples (LTM)			Marge (LTM)	
	Nom	Pays		% acquis	VE	CA	EBITDA	EBIT	EBITDA	EBIT
09-mai.-16	Saft Groupe S.A.	France	TOTAL S.A.	100,0%	1 046	1,4x	7,1x	15,8x	19,3%	8,7%
27-nov.-15	DBT SA	France	Public	31,9%	27	1,5x	ns	ns	1,0%	0,2%
16-juin.-15	Energizer SpinCo	United States	Energizer	-	2 733	1,6x	8,0x	10,6x	20,7%	15,6%
13-nov.-14	Duracell International, Inc.	United States	Berkshire Hathaway Inc.	100,0%	3 942	1,8x	nd	nd	nd	nd
09-oct.-14	Ener-tek International, Inc.	United States	OM Group	100,0%	19	1,0x	8,0x	nd	12,5%	nd
Moyenne						1,5x	7,7x	13,2x	0,1x	8,2%
Médiane						1,5x	8,0x	13,2x	0,2x	8,7%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : VE : Valeur d'entreprise implicite de la cible (y.c. endettement financier net, intérêts minoritaires et hors actifs hors exploitation). LTM : Last Twelve Months

En appliquant les multiples moyens de chiffre d'Affaires et d'EBITDA de 1,5x et 7,7x au 14 juin 2017 aux agrégats 2016 publiés de Blue Solutions, le prix par action de Blue Solutions issu de la méthode des transactions comparables ressort compris entre 4,44 € et 5,06 €.

IV.C.4. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et du plan d'affaires de la société, ainsi que des éléments de contexte économique et concurrentiel, Blue Solutions a été modélisée selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 3). Le modèle Trival® est utilisé selon

deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation *DCF to equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs. Ces deux modèles de valorisation, *DCF to equity* et *DCF to firm*, sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont régulièrement diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients, indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Plan d'affaires communiqué par Blue Solutions

Blue Solutions a communiqué à Associés en Finance son plan d'affaires mis à jour en date du 11 mai 2017, couvrant la période de 2017 à 2025 et basé sur les nouveaux éléments contractuels conclus avec le groupe Bolloré au mois de mai 2017. Les volumes et les prix sont par conséquent fixés contractuellement et pour toute la durée du plan, ce qui confère aux prévisions de chiffre d'affaires une fiabilité certaine. Pour autant, ces accords ne portent que sur des éléments constitutifs du chiffre d'affaires du groupe, la rentabilité finale de la Société dépendant de sa structure de coûts.

Le plan d'affaires de la société prévoit une croissance moyenne du chiffre d'affaires sur la période 2017-2025 légèrement inférieure à celle des cinq derniers exercices. La croissance sera tirée sur toute la durée du plan par la montée en cadence des Bus 12 mètres et par le stationnaire, et sera particulièrement forte sur la période 2018-2022 (+39,5% en rythme annuel moyen). Ces deux « applications » devraient constituer 92% des livraisons du groupe à horizon 2022 et 95% à horizon 2025. En effet, en Europe, les autorités publiques mettent en place de manière grandissante des lignes de bus 100% électriques, ce qui devrait permettre à Blue Solutions, grâce à la plus importante durabilité de ses batteries et la compétitivité de son offre commerciale qui en résulte, d'accompagner la croissance de Blue Bus à travers l'Europe dans les années à venir. Par ailleurs, compte tenu de la capacité du groupe à produire une technologie capable de stocker et de restituer efficacement l'énergie solaire, Blue Solutions va bénéficier de la demande déjà importante mais croissante en provenance des zones émergentes où l'accès à l'électricité manque souvent. Les autres sources de revenus, correspondant aux redevances sur les chaînes de traction, et aux chargeurs livrés à Bluecar vont se tarir, compte tenu, d'une part, de l'obsolescence de la chaîne de traction à terme, et, d'autre part de l'achat en direct des chargeurs par Bluecar ainsi que de la baisse des volumes de Bluecar® vendus.

Les anticipations de marge dans le plan d'affaires sont très dépendantes de l'évolution du prix du Kw/h stocké dans les batteries. Le plan d'affaires tient compte d'une baisse de ce dernier pendant la durée du plan d'affaires. Dès lors, la marge du groupe est tirée par la croissance des volumes vendus, par l'amélioration de la densité²⁸ des batteries, par l'optimisation des achats notamment dans l'électrochimie et par la baisse du coût de la main d'œuvre. Pour ces raisons, la marge d'EBITDA, au-delà des deux premières années du plan d'affaires qui enregistrent une baisse du chiffre d'affaires, dépassera nettement sur la majeure partie du plan d'affaires les plus hauts historiques.

Les investissements projetés dans le plan d'affaires prévoient le maintien des investissements de maintenance et renouvellement, et une baisse sur la seconde moitié du plan des investissements capacitaires, permettant au groupe d'accroître sensiblement son taux d'utilisation de l'outil de production.

Le Besoin en Fonds de Roulement de la société diminue de manière assez constante sur toute la durée du plan, principalement en raison de la réduction du niveau des stocks de batteries et de la

²⁸ Densité : c'est la capacité des batteries à délivrer un certain nombre de Kw/h. Plus la densité est importante, plus la batterie restituera de Kw/h.

disparition à terme des créances fiscales (CIR). Il convient de rappeler que le BFR de la société a évolué de façon assez linéaire sur la période 2013-2016.

Prorogation du plan d'affaires et estimation des données prévisionnelles

Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 3, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- les prévisions à moyen et long terme sur le chiffre d'affaires et la marge opérationnelle sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. Conformément aux principes de modélisation retenus dans Trival®, ces paramètres évoluent au fil du temps afin d'atteindre en fin de période de modélisation une rentabilité sur fonds propres ou sur capitaux investis normative. La croissance de l'activité est maintenue à un niveau assez fort sur les premières années de prolongation. Au total, le plan d'affaires et sa prorogation par Associés en Finance font ressortir une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 16,3% par an entre 2018 et 2028, de 3,5% par an entre 2028 et 2038, et de 2,2% à partir de 2038 et jusqu'à la fin de la modélisation. Partant du niveau de fin de plan d'affaires en 2025 supérieur aux plus hauts historiques, la marge d'EBITDA est progressivement réduite, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés du secteur dans Trival®, et atteint en fin de modélisation (2051) un niveau de 22,5%.
- Conformément aux éléments normatifs estimés par le management de Blue Solutions, le niveau de BFR est maintenu sur toute la période de prorogation à son niveau atteint en moyenne sur le plan d'affaires ;
- Sur la première partie de prolongation 2026-2035, les investissements sont légèrement rehaussés, de manière cohérente avec la croissance générée sur cette même période. Sur l'ensemble de la période de modélisation, les investissements sont fixés en lien avec les niveaux historiques et cohérent avec le développement potentiel de Blue Solutions ; les amortissements convergent vers les investissements en fin de modélisation ;
- le taux d'imposition retenu pour la durée du plan d'affaires correspond au taux prévu dans la loi de finances (29,1%), et est utilisé par Associés en Finance tout au long de la prolongation du plan d'affaires ;
- le modèle *DCF to equity* intègre une contrainte d'endettement cible de 30% à partir de 2027, niveau habituel pour une société de biens d'équipement. La typologie du bilan (actifs corporels, actifs incorporels, BFR), l'intensité capitalistique, la typologie des activités et leur cyclicité sont caractéristiques d'une activité et s'accompagnent d'une structure financière normative. Les flux de trésorerie pour les actionnaires sont déterminés à partir des flux d'exploitation générés et sous contrainte du levier cible ;
- en cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres en 2051 (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to equity*) ou à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2051 (modèle d'actualisation des *free cash-flows* générés, *DCF to firm*).

Coût des fonds propres après impôt utilisés pour l'actualisation des flux prévisionnels

Le coût des fonds propres qui résulte des calculs d'Associés en Finance dans le modèle Trival® de *DCF to equity* prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre en bourse. Dans ce modèle, le risque relatif résulte de trois éléments : une note de risque de prévision, une note de risque financier et un risque sectoriel. Le risque relatif de Blue Solutions tient compte des éléments suivants.

- Après l'analyse des forces et faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (cf. Figure 15), le risque de prévision sur Blue Solutions s'appréhende différemment selon la période de prévision. L'existence jusqu'en 2025 d'un contrat d'approvisionnement avec les entités du groupe Bolloré clientes de Blue Solutions, déterminant des volumes et des prix, assure à la Société un certain contrôle de son risque opérationnel, tout au moins au niveau de son chiffre d'affaires, sans pour autant assurer son niveau de rentabilité. Dans ce contexte, le risque de prévision retenu jusqu'en 2025 est de 6 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9. Au-delà de cette période, sans engagements sur les volumes et les prix, le risque de Blue Solutions est sensiblement supérieur car très dépendant du succès de la technologie LMP® et du développement des applications électriques. A cet égard, le niveau de risque pris en compte pour toute la période de prorogation du plan d'affaires est de 8.
- le risque financier est établi sur une échelle de risque croissant de 1 à 5²⁹. Cette note de risque financier est de 3 et reflète non seulement la structure financière actuelle de la société, mais aussi sa taille, sa capacité à générer des *cash-flows* opérationnels significatifs dans les prochaines années et à réduire sa dette jusqu'au niveau de levier cible.
- le risque sectoriel s'élève à 0,96 sur la base du bêta boursier sectoriel de l'indice Eurostoxx *Industrials*.

Sur la base de ces éléments, le risque relatif du titre Blue Solutions pour la période 2017-2015 s'établit à 1,11 et 1,39 pour la période de prolongation (2026-2051). Son coefficient d'illiquidité en bourse³⁰ est de 1,70.

Sur la base des paramètres de marché en moyenne 3 mois d'Associés en Finance au 14 juin 2017, le coût des fonds propres après impôt de Blue Solutions ressort à 7,79% sur la base des éléments de risque appliqués pour la période 2017-2025 et à 9,54% pour le reste de la période de modélisation.

Coût moyen pondéré du capital après impôt utilisés pour l'actualisation des flux prévisionnels

Le coût du capital qui résulte des calculs d'Associés en Finance dans le modèle de « *DCF to firm* » prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques opérationnels et la taille mesurée en valeur d'entreprise. S'agissant d'un modèle en valeur d'entreprise, la structure financière n'est pas prise en compte.

Sur les mêmes bases que précédemment, les coefficients de risque s'élèvent à 1,15 et 1,44 sur les deux périodes de prévision (période du plan d'affaires et période de prorogation).

Le coefficient de taille est calculé à partir de la valeur d'entreprise et s'établit à 1,41.

Le Tableau 10 présente une synthèse des différents coûts du capital et coûts des fonds propres utilisés dans la modélisation d'Associés en Finance, ainsi que les paramètres de marché utilisés.

²⁹ Le risque attaché aux flux actionnaires est directement lié au niveau d'endettement (cible) retenu et est calculé automatiquement.

³⁰ Le coefficient d'illiquidité dans Trival® tient compte du flottant en masse et des montants absorbables (volumes absorbés dans une variation de +/- 1% du cours de la société).

Tableau 10
Coût des fonds propres et WACC après impôt de Blue Solutions au 14 juin 2017

	Paramètres de marché (Moyenne 3M au 14/06/2017)	2017-2015	2026-2051
		Paramètres Blue Solutions	Paramètres Blue Solutions
Prime de risque au sein des actions	6,22%	6,91% = (6,22% * 1,11)	8,65% = (6,22% * 1,39)
Prime d'illiquidité au sein des actions	1,05%	1,78% = (1,05% * 1,7)	1,78% = (1,05% * 1,7)
Ordonnée à l'origine	(0,90%)	(0,90%)	(0,90%)
Cost of Equity après impôt	6,36%	7,79%	9,54%

	Paramètres de marché (Moyenne 3M au 14/06/2017)	Paramètres Blue Solutions	Paramètres Blue Solutions
Prime de risque opérationnel	5,95%	6,83% = (5,95% * 1,15)	8,55% = (5,95% * 1,44)
Prime de taille au sein des actions	2,90%	4,09% = (2,9% * 1,41)	4,09% = (2,9% * 1,41)
Ordonnée à l'origine	(3,23%)	(3,23%)	(3,23%)
WACC après impôt	5,63%	7,69%	9,41%

Sources : Associés en Finance

Au 14 juin 2017, la valorisation de Blue Solutions par les méthodes *DCF to Equity* et *DCF to Firm* aboutit aux résultats présentés dans le Tableau 11.

Tableau 11
Synthèse de la valorisation par actualisation des flux prévisionnels au 14 juin 2017

		Coût des fonds propres				
Valeur de l'action Blue Solutions	Primes de marché utilisées	Min. 12M	Spot	Moy. 3M	Moy. 12M	Max. 12M
	Prix de l'action DCF to Equity	11,31 €	11,30 €	10,74 €	9,58 €	8,46 €
	Offre			17,0 €		
	Prime extériorisée	50,3%	50,4%	58,3%	77,5%	100,9%

		Coût du capital				
Valeur de l'action Blue Solutions	Primes de marché utilisées	Min. 12M	Spot	Moy. 3M	Moy. 12M	Max. 12M
	Prix de l'action DCF to Firm	12,48 €	12,39 €	12,26 €	11,44 €	10,73 €
	Offre			17,0 €		
	Prime extériorisée	36,2%	37,2%	38,7%	48,6%	58,4%

Source : Associés en Finance

L'évaluation de Blue Solutions par la méthode *DCF to equity*, sur la base de la moyenne sur 3 mois au 14 juin 2017 du coût des fonds propres après impôt s'établit à 10,74 €. Le prix d'Offre extériorise une prime de +58,3% par rapport à cette valorisation.

L'évaluation de Blue Solutions par la méthode *DCF to firm*, sur la base de la moyenne 3 mois au 14 juin 2017 du coût moyen pondéré des capitaux après impôt s'établit à 12,26 €. Le prix d'Offre extériorise une prime de +38,7% par rapport à cette valorisation.

V. Analyse des travaux des banques présentatrices

BNP Paribas et Natixis, banques présentatrices de l'Offre, font reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multi-critères de la Société.

V.A. Méthodologie d'évaluation

BNP Paribas et Natixis ont écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes de valorisation par l'actif net comptable, par l'actif net réévalué et par actualisation des dividendes.

Les banques présentatrices retiennent les deux mêmes approches qu'Associés en Finance pour l'évaluation multi-critères : l'analyse des cours de bourse, et l'actualisation des flux prévisionnels. De même, la valorisation par la méthode des multiples sur les comparables boursiers, la valorisation par les transactions comparables et l'approche par les objectifs de cours des analystes sont présentées à titre indicatif seulement.

V.B. Détail des valorisations

V.B.1. Méthodes présentées à titre indicatif

Méthode des objectifs de cours (à titre indicatif)

BNP Paribas et Natixis ont choisi de présenter l'analyse des objectifs de cours des analystes seulement à titre indicatif, comme l'a également fait Associés en Finance et obtiennent le même résultat (9,50€).

Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

Comme il est précisé en partie IV, l'activité de Blue Solutions, son *business model* et sa taille rendent l'application de cette méthodologie peu pertinente.

L'échantillon de sociétés analysées par Associés en Finance et par les banques présentatrices est composé de fabricants de batteries Lithium-ion, de batteries industrielles, et d'équipementiers automobiles, mais diffère par la prise en compte par Associés en Finance des sociétés Panasonic, Samsung SDI, du constructeur automobile Tesla et du fabricant de bornes de recharge DBT. Compte tenu de la diversité des activités de Panasonic et Samsung SDI et de leur taille, les banques présentatrices n'ont pas retenu ces derniers dans leur échantillon. Par ailleurs, les niveaux de multiples de valorisation extériorisés par Tesla au regard de la taille de son activité et des agrégats financiers générés ont été jugés non pertinents, et par conséquent la société n'a pas été retenue.

Outre cette différence dans l'échantillon, la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers par BNP Paribas et Natixis diffère des travaux d'Associés sur les points suivants :

- La date de référence retenue (le 14 juin 2017 pour: Associés en Finance et le 15 mai 2017 pour les banques présentatrices).
- Le choix des multiples dans le cadre de la valorisation : les banques ont calculé la valeur d'entreprise de Blue Solutions sur la base de multiples de Chiffre d'Affaires et d'EBITDA 2017e. Par ailleurs, elles ont utilisé les agrégats générés en fin de plan d'affaires, considérés comme normatifs, et ont actualisé les valeurs obtenues à 2017.

-
- Pour les raisons évoquées dans la partie IV, Associés en Finance a choisi de ne pas retenir les agrégats prévisionnels des prochains exercices et de privilégier les résultats 2016 publiés par Blue Solutions.

Les différences indiquées ci-dessus expliquent l'écart entre les niveaux de valorisation obtenus par Associés en Finance et par les banques pour Blue Solutions (4,7 € et 5,2 € pour Associés en Finance et de 4,5 € à 7,3 € pour les banques).

Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

BNP Paribas et Natixis ont retenu un échantillon de 4 transactions comparables sur une période s'étalant de 2014 à 2016. Les transactions retenues par les banques et par Associés en Finance sont identiques, à ceci près qu'Associés en Finance a retenu l'introduction en bourse du fabricant de bornes de recharge français DBT.

Il ressort de l'échantillon choisi par les banques des multiples EV/CA et EV/EBITDA médians de 1,3x et 7,8x tandis qu'ils sont de 1,5x et 7,7x pour l'échantillon d'Associés en Finance. Par ailleurs, tout comme pour la méthode de valorisation par les comparables, Associés en Finance a choisi de retenir les agrégats financiers 2016 publiés par Blue Solutions, tandis que les banques ont appliqué les multiples retenus aux chiffres d'affaires et EBITDA prévisionnels 2025 de la Société. Les banques ont appliqué la même méthodologie d'actualisation à 2017 des valeurs d'entreprise extérieures.

Les différences indiquées ci-dessus expliquent l'écart entre les niveaux de valorisation moyens obtenus par Associés en Finance et les banques (respectivement 4,4 € et 5,1 € pour Associés en Finance et 3,9 € et 6,7 € pour les banques).

V.B.2. Méthodes présentées à titre principal

Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse présentée par BNP Paribas et Natixis est similaire à celle d'Associés en Finance³¹ à l'exception de l'absence d'utilisation de la moyenne 9 mois comme référence supplémentaire pour l'appréciation du prix de l'Offre.

De manière cohérente avec les travaux d'Associés en Finance, les banques présentent l'analyse du cours de bourse de Blue Solutions avant l'annonce de l'Offre.

Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels

BNP Paribas et Natixis ont utilisé les éléments ressortant du plan d'affaires de la Société pour établir leur valorisation, comme l'a fait Associés en Finance.

Les banques n'ont pas prolongé les estimations du plan d'affaires après 2025 et ont déterminé une valeur terminale basée sur des éléments normatifs. Dans le cadre de sa modélisation, Associés en Finance a utilisé le modèle Trival®. Trival® se base sur l'hypothèse selon laquelle le rendement des capitaux employés tend à long terme vers le coût moyen pondéré du capital. La modélisation retenue par Associés en Finance dans ses travaux court jusqu'en 2051.

Les paramètres normatifs estimés par les banques d'une part, et les paramètres de prolongation utilisés par Associés en Finance d'autre part, sont assez proches en ce qui concernent les hypothèses de taux de croissance à long terme, et de marge opérationnelle et semblables concernant le taux d'impôt et le BFR. Ils diffèrent sur les principaux éléments suivants :

³¹ Il peut néanmoins subsister de très légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisée ou la méthode d'ajustement des dividendes.

- Partant du taux de croissance de la fin du plan d'affaires de la Société, les banques utilisent un taux normatif de +2,0%. Associés en Finance retient une hypothèse de croissance moyenne sur toute la période de modélisation de 2,9%, un niveau reflétant le potentiel de croissance du marché sur lequel opère Blue Solutions.
- La marge d'EBITDA estimée en normatif par les banques est légèrement inférieure au taux de marge atteint en fin de plan d'affaires. La marge retenue par Associés en Finance en toute fin de modélisation se situe légèrement en-deçà de l'hypothèse des banques.
- La valorisation des reports déficitaires non activés au bilan de Blue Solutions a été intégrée en tant qu'élément de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres par les banques contrairement à Associés en Finance qui, pour la méthode d'actualisation des flux prévisions, a intégré l'utilisation des déficits reportables directement dans sa modélisation de flux. En revanche, les hypothèses concernant l'utilisation de ces reports déficitaires sont semblables à celles utilisées par les banques. La valeur extériorisée par Associés en Finance s'avère être supérieure à celle des banques en raison de l'utilisation d'un taux d'actualisation plus faible sur la période de consommation des reports.
- Les travaux des banques aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 9,6%, sur la base d'un taux sans risque de 0,3% (moyenne 3 mois du taux sans risque à 10 ans), d'une prime de risque de marché (moyenne 3 mois de la prime de risque au 31 mars 2017) de 6,5%, d'un Bêta de l'actif de 1,1 calculé à partir de l'échantillon de sociétés utilisé dans la méthode des comparables, d'une prime d'illiquidité³² de 1,6% (moyenne 3 mois de la prime d'illiquidité au 31 mars 2017) et d'une prime de risque pays de 0,6% (moyenne 3 mois).

Les banques utilisent les primes de marché d'Associés en Finance, toutefois deux éléments significatifs conduisent à afficher des taux différents : le risque pris en compte (calculé à partir du bêta des sociétés comparables dans le cas des banques), et la date de référence (14 juin 2017 pour Associés en Finance, et fin mars 2017 pour les banques).

Par ailleurs, compte tenu de la spécificité du modèle économique de Blue Solutions, dont les volumes de production et les prix sont fixés contractuellement sur la durée du plan d'affaires, Associés en Finance a opté pour l'utilisation de deux taux d'actualisation. Sur la période allant de 2017 à 2025, le risque de Blue Solutions estimé par Associés en Finance est réduit par l'existence de l'engagement contractuel, et il en résulte un taux d'actualisation plus bas que celui présenté par les banques (un coût moyen pondéré du capital de 7,69% au 14 juin 2017). En revanche, sur la période de prolongation du plan d'affaires, le risque de la Société est plus élevé, et par conséquent les taux d'actualisation également (9,41% au 14 juin 2017). Par ailleurs, Associés en Finance utilise, outre la méthode des *cash-flows* prévisionnels (méthode *DCF to firm*), une méthode d'estimation des flux revenant aux actionnaires (méthode *DCF to equity*, en prenant en compte une contrainte de levier d'endettement cible). Le choix de deux taux d'actualisation a également été retenu dans le cadre de cette méthode.

En définitive, la valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (*DCF to firm* ou *DCF to equity*) s'élève entre 10,74 € et 12,26 € en valeur centrale, soit des niveaux en moyenne légèrement supérieurs à la valorisation médiane des banques (11,0 € en valeur centrale).

³² Les taux sans risque, les primes de risque et d'illiquidité sont calculés comme moyenne des données communiquées par Associés en Finance.

V.C. Résultats comparés

Tableau 12
Comparaison des valorisations de l'action Blue Solutions obtenues par Associés en Finance et les banques présentatrices

Méthode	 Associés en Finance JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS	 BNP PARIBAS  NATIXIS
Examen des cours de bourse	Prime offerte par l'Offre de 75,3% par rapport au cours de clôture du 23 mars 2017 Primes comprises entre 69,9% et 29% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 12 mois au 23 mars 2017	Prime offerte par l'Offre de 75,3% par rapport au cours de clôture du 23 mars 2017 Primes comprises entre 70% et 28,8% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1 mois, 3 mois, 6 mois, et 1 an au 23 mai 2017
Actualisation des flux prévisionnels	Valeur centrale de 12,3 € par action de Blue Solutions sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 38,7% Valeur centrale de 10,7 € par action de Blue Solutions sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 58,3%	Valeurs comprises entre 10,4 € et 11,7 € pour la valeur par action de Blue Solutions sur la base de l'évaluation par DCF. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 45,3% et 63,5%
Analyse des objectifs de cours (à titre indicatif)	Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 78,9% par rapport à l'objectif de cours retenu (9,5€)	Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 78,9% par rapport à l'objectif de cours retenu (9,5€)

Source : Associés en Finance

VI. Conclusion d'Associés en Finance

Le 12 mai 2017, le Conseil d'Administration de Blue Solutions a mandaté Associés en Finance en qualité d'expert indépendant pour attester du caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée que Bolloré SA projette d'initier sur les actions de la Société.

L'Offre est libellée à un prix de 17,0 € par action, payable en numéraire. A l'issue de l'Offre, le groupe Bolloré ne procédera ni à un retrait obligatoire ni à la radiation des actions Blue Solutions de la Bourse de Paris.

Les actionnaires qui décideraient de ne pas apporter leurs titres à l'Offre se verront proposer une seconde offre, après la publication des comptes de l'exercice 2019, aux mêmes conditions de prix que la présente Offre (si la moyenne des cours de bourse de l'action Blue Solutions pendant une période de référence s'avère inférieure à 17,0 €).

Associés en Finance a procédé à une valorisation multicritères de Blue Solutions, qui fait ressortir les résultats du Tableau 13.

Tableau 13
Valorisation de l'action Blue Solutions par Associés en Finance et primes extériorisées au 14 juin 2017

		<u>Valeur par action (€)</u>	<u>Prime induite</u>
Cours de bourse au 23 mars 2017	Cours de clôture	9,70 €	75,3%
	Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	10,01 €	69,9%
	Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	11,21 €	51,6%
	Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	11,10 €	53,1%
	Cours moyen pondéré par les volumes 9 mois	11,99 €	41,8%
	Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	13,18 €	29,0%
Méthode d'actualisation des flux prévisionnels	<i>DCF to Firm</i>	12,26 €	38,7%
	<i>DCF to Equity</i>	10,74 €	58,3%
Analyse des objectifs des analystes (à titre indicatif)	Objectif de cours	9,50 €	78,9%
Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	Mutiple Median EV / CA 2016	5,18 €	228,3%
	Mutiple Médian EV / EBITDA 2016	4,68 €	263,6%
Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	Mutiple EV / CA	5,06 €	236,0%
	Mutiple EV/EBITDA	4,44 €	282,7%

Source : Associés en Finance

Le prix de 17,0 € par action proposé dans le cadre de l'Offre extériorise une prime de +75,3% par rapport au dernier cours coté avant l'annonce de l'Offre le 23 mars 2017 et des primes comprises entre +29,0% et +69,9% par rapport aux cours moyens calculés sur des périodes de référence comprises entre un et douze mois avant l'annonce de l'Offre.

Au 14 juin 2017, il extériorise également :

- des primes de +38,7% et 58,3% par rapport aux valorisations de Blue Solutions par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*, établies sur la base du plan d'affaires actuel de la Société, prorogé par Associés en Finance ;
- une prime de +78,9% par rapport à la moyenne des objectifs de cours des analystes à cette même date ;
- des primes supérieures à +200% par rapport à la valorisation de la Société à cette même date établie sur la base d'un échantillon de sociétés boursières et de transactions comparables. Ces derniers résultats sont présentés à titre indicatif seulement, compte tenu du profil opérationnel de Blue Solutions.

L'Offre revêt un caractère facultatif pour les actionnaires minoritaires de la Société.

S'ils le souhaitent, ils pourront continuer à accompagner le développement de Blue Solutions et se voir offrir une seconde fenêtre de sortie en 2020.

S'ils apportent leurs titres à la présente Offre, ils bénéficieront d'une monétisation immédiate de leur investissement, en rappelant que la liquidité de l'action Blue Solutions est faible en bourse. Ils bénéficieront également d'une prime très significative par rapport au cours coté, et par rapport à la valorisation par actualisation des flux prévisionnels menée par Associés en Finance.

Les conditions de l'Offre sont donc équitables vis-à-vis des actionnaires minoritaires de la Société.



Arnaud Jacquillat, Directeur Général

Associés en Finance

VII. Présentation de l'expert

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

Créé en 1968 par Jean-Michel Détroyat, Détroyat Associés a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière.

Créé en 1979, Associés en Finance est un acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation. Son co-fondateur Bertrand Jacquillat a contribué à développer différentes techniques d'évaluation et de calculs financiers aujourd'hui utilisés par l'ensemble de la communauté financière.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance, Jacquillat (ci-après Associés en Finance) et Détroyat Associés réside dans leur modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance suit de nombreux groupes dans le secteur des matières premières, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance est intervenu récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 14
Missions d'Associés en Finance et Détroyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
juin-17	Fimalac	GML	BNP Paribas / Crédit Agricole / Société Générale	OPAS
juin-17	SIPH	Michelin	Oddo & Cie	OPR-RO
janvier-17	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
novembre-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
novembre-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
octobre-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
septembre-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juillet-15	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Edition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Crédit Agricole CIB	OPA
novembre-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
octobre-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
septembre-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
septembre-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
septembre-14	AlphaMos	DMS	Rocheffort & Associés	Augmentation de capital
juillet-14	Carrefour Property Development	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Les compétences et l'expérience d'Associés en Finance dispose en matière d'analyse et d'évaluation financière ainsi que les

procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité, préalable à la fois exigeant et indépendant requis par ce type de mission.

Personnel associé à la réalisation de la mission

■ Arnaud Jacquillat – Directeur Général

Il assure la supervision opérationnelle des missions de conseil et de développement d'Associés en Finance depuis 2013. Arnaud a commencé sa carrière chez Nomura. Il a été trader à Paris et Londres. Il a ensuite rejoint la Banque NSM pour suivre les investissements en actions et produits dérivés étrangers. Il a ensuite dirigé le département Epargne salariale et présidé la filiale Phenix. En 1991, il rejoint ABN AMRO Amsterdam comme Vice-Président en charge de la stratégie. Il entame ensuite une carrière de banquier d'affaires où pendant 15 ans il a conseillé les plus grandes entreprises françaises dans le secteur des biens de consommation et des services informatiques. Chez ABN AMRO d'abord puis à la Royal Bank of Scotland, Arnaud a réalisé de nombreuses transactions, notamment avec Pernod Ricard, Lactalis, Bel, Casino, Auchan, Alcatel, Atos Origin, Cap Gemini et avec des fonds d'investissement.

■ Catherine Meyer – Associée Responsable de l'Exécution

Responsable de l'exécution, en charge des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil, Catherine est également responsable transversale de la Formation et de la veille technique d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés. Diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, elle a animé des séances de formation à la SFAF. Catherine est intervenue sur de nombreux dossiers d'attestation d'équité sur des secteurs d'activité divers. Elle a aussi mené des missions de valorisation d'actifs non cotés, d'études du coût du capital des sociétés, des dossiers de contentieux et d'arbitrage, et des missions de valorisation d'instruments optionnels.

■ Thomas Libs – Associate, Equipe d'Exécution

Thomas Libs est titulaire d'un Master – Banque et Finance de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne. Il a intégré l'équipe d'analystes d'Associés en Finance en 2013 et a mené de nombreuses missions de conseil et d'expertise, notamment pour le compte de sociétés industrielles. Il est en charge du suivi des sociétés du secteur automobile et des biens d'équipement et de leur valorisation dans le modèle Trival®.

■ Marjory Coustaroux – Analyste, Equipe d'Exécution

Marjory Coustaroux a rejoint l'équipe d'Associés en Finance en 2016, dédiée aux activités d'évaluation indépendante, après avoir travaillé chez Blackfin Capital Partners en private equity. Elle a démarré sa carrière au sein de Crédit Agricole CIB. Elle est Ingénieur diplômée de l'INSA Toulouse et du Master Techniques Financières de l'ESSEC.

■ Bertrand Jacquillat – Président d'Honneur, Responsable du Contrôle Qualité

Bertrand Jacquillat est cofondateur d'Associés en Finance, Président d'Honneur d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés, et vice-président du Cercle des économistes.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à la ratification de sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de Blue Solutions du 12 mai 2017, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 12 mai 2017 au 19 juin 2017. Le présent rapport a été établi sur la base des données de marché au 14 juin 2017.

Au cours de cette période, Associés en Finance a eu des contacts physiques ou téléphoniques avec les différentes personnes indiquées ci-dessous :

- Gilles Alix, Directeur Général de Blue Solutions ;
- Cédric de Bailliencourt ; Directeur Financier du groupe Bolloré ;
- Claude Parisot ; Directeur Juridique du groupe Bolloré ;
- Fabrice Bouteau, Directeur Financier de Blue Solutions ;
- Juliette Laquerrière, Directrice de la Trésorerie et du Financement de Bolloré ;
- Caroline Descaves-Garcia ; Directrice Consolidation et Reporting de Bolloré ;
- Christophe Jalinot, Managing Director, BNP Paribas
- Gauthier le Milon, Managing Director, BNP Paribas ;
- Grégoire Perraud, Associate, BNP Paribas ;
- Grégoire Hoppenot, Managing Director, Natixis ;
- Héloïse Gouget, Associate, Natixis.

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles.

Le programme de travail et les sources d'information utilisées sont présentés ci-dessous :

■ Documents analysés :

- rapports annuels de Blue Solutions depuis 2012 ;
- document d'introduction en bourse de Blue Solutions ;
- plan d'affaires 2017-2025 établi par la Société ;
- contrat d'approvisionnement signé le 27 juin 2013 entre Bluecar et Blue Solutions
- acte de résiliation du contrat d'approvisionnement de juin 2013 ;
- nouveau contrat d'approvisionnement signé entre Blue Solutions, Bluecar, Bluestorage, Bluebus ;
- avenants aux promesses de ventes des actions des différentes entités du groupe Bolloré (Polyconseil, IER, Bluestorage, Bluebus, Bluecar, Blueboat, Bluetram) ;
- avenant à la convention de trésorerie conclue entre Bolloré et Blue Solutions ;
- examen du rapport d'expertise de Sorgem Evaluation sur l'équité des nouveaux contrats signés entre Blue Solutions et les autres entités du Groupe Bolloré ;
- projet de contrat de coopération en matière de recherche et développement ;
- projet de note d'information relatif à l'Offre ;
- projet de note en réponse relatif à l'Offre ;
- notes d'analystes sur Blue Solutions ;
- transactions intervenues sur les sociétés du secteur depuis 2014 ;
- documents externes sur le marché :
 - Rapport de Mc Kinsey « Disruptive Technology », 2013
 - Etudes de l'International Energy Agency, de l'US Energy Information Administration et de l'Association pour le développement de la mobilité électrique.

- **Utilisation des bases de données**

- utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
- utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance ;

- **Analyse de la Société et de son environnement**

- analyse de l'environnement économique et concurrentiel du marché du stockage énergétique ;
- analyse financière, comptes et stratégie de Blue Solutions ;
- analyse des conséquences des accords signés entre les différentes parties

- **Evaluation de Blue Solutions selon une approche multicritères**

- **Examen des travaux de BNP Paribas et Natixis, banques présentatrices de l'Offre et revue critique des éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par les banques présentatrices ;**

- **Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus**

- **Mise en œuvre du contrôle qualité**

- **Rédaction du rapport d'expertise**

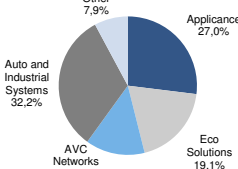
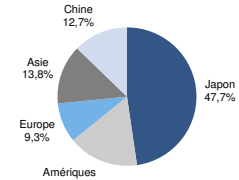
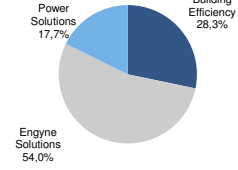
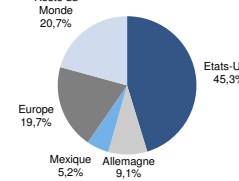
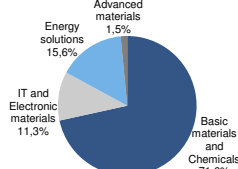
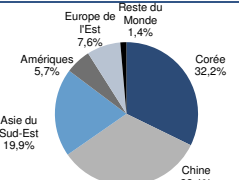
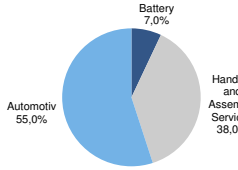
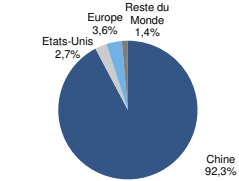
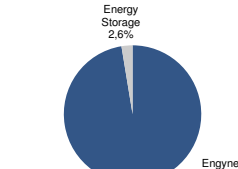
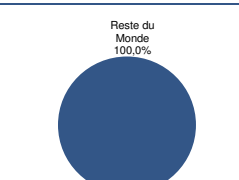
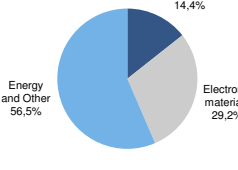
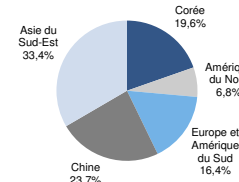
- **Présentation du rapport à la Société**

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) s'établissent dans une fourchette de 60 000 € à 80 000 € hors TVA.

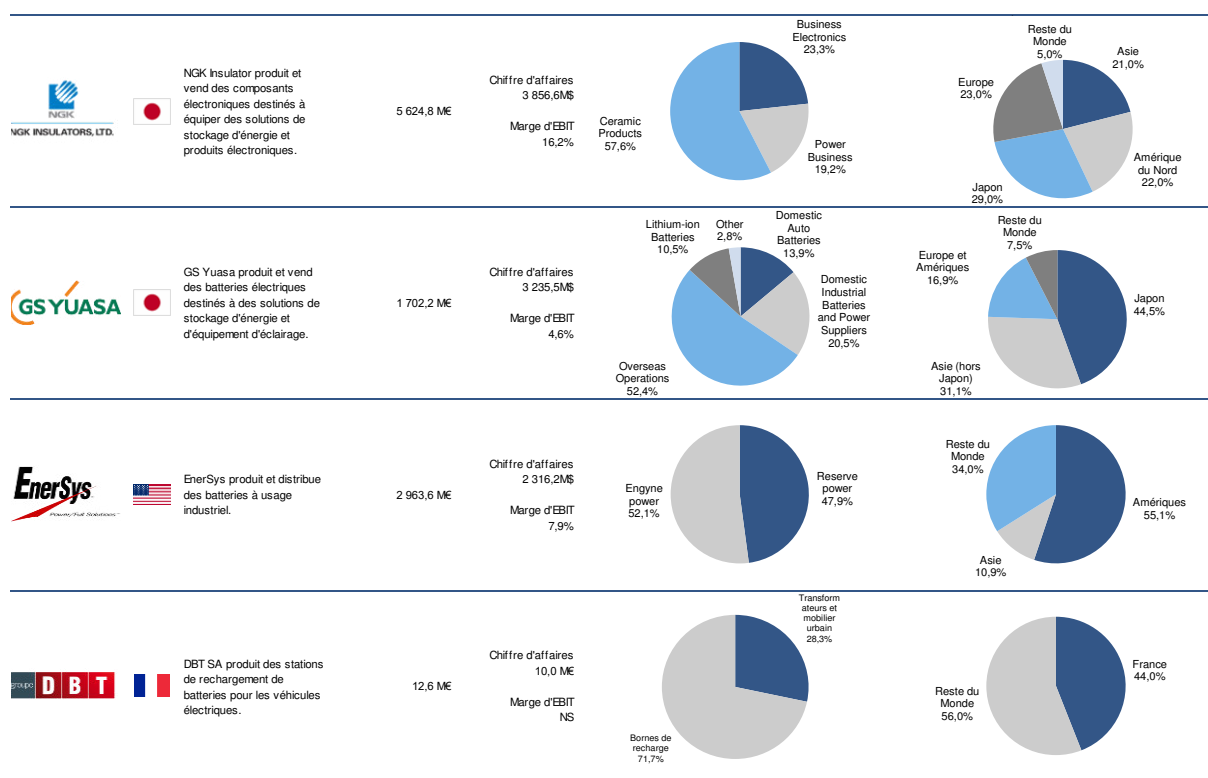
VIII. Annexe 1 : présentation des sociétés de l'échantillon

Tableau 15
Présentation de l'échantillon de sociétés comparables retenues

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
Panasonic		Panasonic Corporation développe et produit des appareils électriques et électroniques, allant des télévisions aux solutions de stockage d'énergies.	27 398,4 M€	Chiffre d'affaires 67 983,3 M\$ Marge d'EBIT 5,5%		
Johnson Controls		Johnson Controls opère sur le secteur des technologies à applicatif industriel. L'entreprise dispose de trois segments d'activité : Econstruction, Automobile, et Energies.	34 823,9 M€	Chiffre d'affaires 37 179,0 M\$ Marge d'EBIT 8,8%		
LG Chem		LG Chem distribue des produits chimiques et pièces détachées destinés aux produits électroniques, informatiques et solutions d'énergies.	248 391,25 M€	Chiffre d'affaires 20 206,6 M\$ Marge d'EBIT 7,7%		
BYD		BYD Company produit des batteries, des panneaux photovoltaïques et d'autres pièces détachées destinés au secteur automobile.	17 377,9 M€	Chiffre d'affaires 14 429,9 M\$ Marge d'EBIT 6,6%		
TESLA		Tesla produit et distribue des voitures électriques. Le groupe produit ses propres batteries destinées à son propre usage ou à des clients externes.	55 449,0 M€	Chiffre d'affaires 7 000,1 M\$ Marge d'EBIT NS		
SAMSUNG SAMSUNG SDI		Samsung SDI produit des batteries destinées à des petits appareils électroniques, tels que des téléphones, mais également à des solutions de stockage d'énergie.	7 956,2 M€	Chiffre d'affaires 748 918,4 M\$ Marge d'EBIT NS		

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Tableau 16
Présentation de l'échantillon de sociétés comparables retenues



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

IX. Annexe 2 : détail des transactions intervenues dans le secteur

Total S.A. – Saft Group S.A. (France)

Le groupe industriel Total spécialisé dans le secteur des énergies a acquis le 21 juillet 2016 90,14% du capital et des droits de vote de Saft Group, un leader mondial de la production de batteries de haute technologie destinées au secteur de l'industrie. La transaction d'une valeur de 950 M€ portait sur 23 456 093 actions, soit une valeur de 36,5 € par action représentant une prime de 38,3% par rapport au cours de clôture de Saft Group avant annonce de l'offre, faisant ressortir un multiple d'Ebit de 15,8x. Sur l'exercice 2015, le chiffre d'affaires de Saft Group s'élevait à 7,4 Mds€.

Introduction en Bourse / DBT S.A. (France)

DBT S.A. spécialiste de la conception, de la fabrication et de la commercialisation de bornes de contrôle d'accès et de la distribution d'énergie a été introduit à la bourse de Paris le 20 décembre 2015. Le montant de capital levé était de 8,5 M€ avec un prix par action de 6,46 € correspondant à la fourchette basse de l'offre et un taux de souscription de 126%. La valeur de la société ressortait à un multiple de chiffre d'affaires de 1,5x. Sur l'exercice 2015, le chiffre d'affaire de DBT s'élevait à 17,2 M€.

Spin-off / Energizer (Etats-Unis)

Energizer, l'un des leaders mondiaux de la production de batteries et d'éclairages mobiles, a réalisé le 1er juillet 2015 la scission de sa division de production, Energizer SpinCo. La scission a été réalisée par la cession de la totalité du capital de l'entité créée aux anciens actionnaires de l'entité mère, avec un ratio d'une action ancienne donnant droit à une action d'Energizer SpinCo. Avant l'opération de Spin-off, Energizer ressortait avec un multiple d'Ebit à 10,6x. Sur l'exercice 2014, la division de production réalisait un chiffre d'affaires de 1,9 Mds\$ et réalisait une marge opérationnelle de 15,6%.

Berkshire Hathaway / Duracell International, Inc. (Etats-Unis)

Le fonds d'investissement Berkshire Hathaway a conclu l'acquisition de la division de production de batteries du groupe Procter & Gamble Co (P&G), Duracell, en février 2016. P&G a injecté 1,8 Mds\$ en cash dans Duracell avant de pouvoir conclure la transaction avec Berkshire Hathaway. L'acquisition de la totalité de la division s'est élevée à un montant de 4,7 Mds\$, faisant ressortir Duracell à un multiple de chiffre d'affaires de 1,8x. Sur l'exercice 2013, le chiffre d'affaires de Duracell était de 2,4 Mds\$ et réalisait la marge d'Ebitda s'élevait à 20,6%.

OM Group / Ener-tec International (Etats-Unis)

OM Group, un groupe industriel spécialisé dans le secteur de la chimie et des métaux, a conclu l'acquisition d'Ener-Tek International Inc., un industriel spécialisé dans la production de batteries lithium-ion et argent-zinc destinées au secteur de la défense et de l'aérospatial. L'acquisition s'est élevée à un montant de 24 M\$ payé en cash, faisant ressortir un multiple d'Ebitda de 8,0x. Sur l'exercice 2014, Ener-Tek réalisait un chiffre d'affaires de 24 M \$, et un Ebitda ajusté de 3 M\$.

X. Annexe 3 : Présentation détaillée du modèle Trival®

Le modèle d'évaluation Trival® d'Associés en Finance permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival® représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

X.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival® est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival® est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'échelonnant de 20 millions€ pour le plus faible à 750 milliards€ pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente

économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65 % (75 % actuellement).

X.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en

œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres (paragraphe 1), permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan. Le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est actuellement de 70%.