

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

**PROJET DE NOTE
ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ**



EN RÉPONSE

**À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ VERALLIA
INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ**

Kaon V



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 28 avril 2025, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRÉSENT PROJET DE NOTE EN RÉPONSE RESTENT
SOU MIS A L'EXAMEN DE L'AMF.**

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Verallia (www.verallia.com) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de Verallia (31 Place des Corolles, Tour Carpe Diem, Esplanade Nord, 92400 Courbevoie).

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

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

TABLES DES MATIERES

1	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1	Présentation de l'Offre.....	5
1.2	Contexte et motifs de l'Offre.....	6
1.3	Rappel des principaux termes de l'Offre.....	7
1.3.1	Principaux termes de l'Offre	7
1.3.2	Conditions de l'Offre.....	8
1.3.3	Intentions concernant un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre	9
1.3.4	Situation des bénéficiaires d'actions gratuites	9
1.3.5	Situation des actionnaires détenant des Actions dans le cadre d'un plan d'épargne de groupe international (PEGI)	11
1.3.6	Situation des actionnaires dont les actions sont détenues via le FCPE Verallia.....	11
1.3.7	Mécanisme de liquidité.....	11
1.4	Modalités de l'Offre.....	12
1.5	Procédure d'apport à l'Offre.....	12
1.5.1	Centralisation des ordres.....	13
1.5.2	Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison.....	13
1.6	Réouverture de l'Offre.....	13
1.7	Calendrier indicatif de l'Offre	14
1.8	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	15
2	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	17
2.1	Composition du Conseil d'administration	17
2.2	Composition du Comité <i>ad hoc</i>	17
2.3	Avis motivé du Conseil d'administration	17
3	PROCÉDURES D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITÉ D'ENTREPRISE EUROPÉEN DE LA SOCIÉTÉ	29
4	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	29
5	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES	30
6	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	30
7	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	30
8	ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE.....	30
8.1	Structure et répartition du capital de la Société	30
8.2	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions	31
8.2.1	Obligation de déclaration des franchissements de seuils	31
8.2.2	Restrictions aux transferts d'actions	32
8.2.3	Droit de vote double	32
8.3	Clauses de conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-	

11 du Code de commerce.....	32
8.4 Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres.....	32
8.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	36
8.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel lorsque les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	36
8.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	36
8.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société	37
8.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration.....	37
8.8.2 Règles applicables à la modification des statuts.....	38
8.9 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	38
8.10 Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	42
8.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	47
9 MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	48
10 PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE...48	

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 231-13 et 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, Kaon V, un compartiment du fonds de droit irlandais Kaon Investment Fund ICAV (« **Kaon ICAV** »), un fonds géré par BW Gestão de Investimentos Ltda., société à responsabilité limitée (*sociedade limitada*) de droit brésilien, ayant son siège social au 4440, Av. Brigadeiro Faria Lima, 15th Floor, Itaim Bibi, São Paulo, Etat de São Paulo, 04538-132 (Brésil) enregistrée au Registre National Brésilien des contribuables sous le numéro 03.214.650/0001-28 (« **BWGI** »)¹, société détenue à 99,965 %² par la société Brasil Warrant Administração de Bens e Empresas S.A. une société anonyme (*sociedade anônima fechada*) de droit brésilien, ayant son siège social à Rodovia Washington Luiz SN Fazenda Tamandua – Km 307, Matão, 15994-500 (Brésil) et enregistrée au Registre National Brésilien des contribuables sous le numéro 33.744.277/0001-88 (« **BWSA** »), elle-même contrôlée par la famille Moreira Salles (ci-après, « **Kaon V** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de Verallia, une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé Tour Carpe Diem, 31 Place des Corolles, 92400 Courbevoie, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 812 163 913 (la « **Société** » ou « **Verallia** » et avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe** »), et dont les actions sont cotées sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0013447729, mnémonique « **VRLA** » (les « **Actions** »), d'acquérir en numéraire la totalité de leurs Actions (sous réserve des exceptions ci-dessous) au prix de trente (30) euros par Action (dividende attaché) (le « **Prix de l'Offre** ») par le biais d'une offre publique d'achat, dont les termes sont décrits ci-dessous (l'« **Offre** »).

Le Prix de l'Offre s'entend avant détachement du dividende ordinaire de 1,70 euro par Action au titre de l'exercice 2024, dont la distribution a été soumise à l'assemblée générale des actionnaires de Verallia qui s'est tenue le 25 avril 2025 (le « **Dividende 2024** »). Après détachement du Dividende 2024 le 13 mai 2025, le Prix de l'Offre est de 28,30 euros par Action.

À la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 34.837.565 Actions et 40.109.169 droits de vote ainsi que, par voie d'assimilation, 2.000 Actions et 4.000 droits de vote détenus par BWSA et BWGI lesquelles agissent de concert avec l'Initiateur³, représentant un total de 34.839.565 Actions et 40.113.169 droits de vote, soit respectivement 28,84⁴ % du capital et 27,95⁵ % des droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation ou à émettre non détenues par l'Initiateur, à l'exception des Actions suivantes :

- les Actions auto-détenues par la Société, soit 2.968.796 Actions, que le Conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre, dès lors qu'elles sont affectées à la couverture des programmes d'actionnariat salarié et des plans d'attribution d'actions de performance du Groupe ;
- les Actions Gratuites Indisponibles des Dirigeants (telles que définies ci-dessous), soit un maximum de 102.407 Actions Gratuites émises mais juridiquement indisponibles ;
- les Actions PEGI Indisponibles (telles que définies ci-dessous) d'ici à la clôture de l'Offre

¹ BWGI est enregistrée en tant que société de gestion d'actifs auprès la Commission des valeurs mobilières (*Comissão de Valores Mobiliários*) du Brésil.

² L'Actionnariat résiduel de BWGI est composé de managers bénéficiant de programmes d'incitation.

³ BWGI et BWSA détiennent chacune 1.000 Actions et 2.000 droits de vote.

⁴ Sur la base d'un nombre d'actions Verallia égal à 120.805.103 au 31 mars 2025.

⁵ Sur la base d'un nombre de droits de vote de Verallia égal à 143.526.169 au 31 mars 2025.

(compte tenu de son calendrier indicatif), soit un maximum de 592.012 Actions ;

(ensemble les « **Actions Exclues** »),

soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 82.302.323 Actions⁶.

En tant que de besoin, il est précisé que ne seront pas visées par l'Offre les Actions attribuées gratuitement dont la période d'acquisition expirera après la date estimée de clôture de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, tel que ce terme est défini à la Section 2.11), ce qui concerne :

- (a) les 248.150 Actions attribuées gratuitement dans le cadre du plan d'attribution gratuite d'actions 2023-2025 (le « **Plan 2023-2025** ») dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la date estimée de clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites 2023-2025** ») ;
- (b) les 277.650 Actions attribuées gratuitement dans le cadre du plan d'attribution gratuite d'actions 2024-2026 (le « **Plan 2024-2026** ») dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la date estimée de clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites 2024-2026** ») ; et
- (c) les 379.795 Actions attribuées gratuitement dans le cadre du plan d'attribution gratuite d'actions 2025-2027 (le « **Plan 2025-2027** ») dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la date estimée de clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites 2025-2027** » et, ensemble avec les Actions Gratuites 2023-2025 et les Actions Gratuites 2024-2026, les « **Actions Gratuites en Période d'Acquisition** »).

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pendant une période d'au moins vingt-cinq (25) jours de négociation, sans préjudice de l'application de l'article 231-11 du Règlement général de l'AMF tel que décrit à la Section 2.5.2.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du Règlement général de l'AMF ainsi que, conformément à l'article 231-11 du Règlement général de l'AMF, à la condition de l'autorisation de l'opération au titre du contrôle des concentrations par la Commission Européenne (détaillée à la Section 2.5.2 du Projet de Note d'Information). L'ouverture de l'Offre est également conditionnée à l'obtention des autorisations réglementaires décrites à la Section 2.5.2.1 du Projet de Note d'Information.

Le financement des sommes dues par l'Initiateur (décrit à la Section 2.13 du Projet de Note d'Information) dans le cadre de l'Offre sera réalisé par voie de tirage sur un emprunt bancaire à court ou moyen terme à souscrire par l'Initiateur, et qui a vocation à être refinancé sur les fonds propres du groupe BWSA.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Bank of America Europe DAC (Succursale en France) et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (les « **Banques Présentatrices** ») étant précisé que seule Crédit Agricole Corporate and Investment Bank garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

Verallia est, en termes de chiffre d'affaires, le leader européen et troisième producteur mondial de

⁶ Correspond au total de 120.805.103 Actions émises au 31 mars 2025, déduction faite :

- des 34.839.565 Actions détenues par l'Initiateur (y compris par assimilation) ;
- des 2.968.796 Actions auto-détenues ;
- des 102.407 Actions Gratuites Indisponibles des Dirigeants ; et
- des 592.012 Actions PEGI Indisponibles.

l'emballage en verre pour les boissons et les produits alimentaires⁷ ; il est en outre, en termes de volumes vendus, le deuxième producteur en Amérique latine⁸. Avec 35 usines verrières, 5 usines de décor et 19 centres de traitement du calcin (verre usagé) dans 12 pays, Verallia produit 16 milliards de bouteilles et pots en verre chaque année pour fournir 10.000 clients, des producteurs familiaux locaux aux grandes marques internationales.

L'Initiateur est un compartiment du fonds Kaon ICAV, un fonds de droit irlandais géré par BWGI, elle-même contrôlée par BWSA. BWSA exerce ses activités depuis sept décennies en tant que société holding de la famille Moreira Salles, et a noué avec succès des partenariats dans le monde entier avec des entreprises leader de leur secteur dans des domaines variés, tels que les services financiers, les ressources naturelles, l'agriculture, les produits de consommation, les services commerciaux, la distribution et l'industrie. BWGI est une société de gestion d'actifs enregistrée auprès la Commission des valeurs mobilières (Comissão de Valores Mobiliários) du Brésil, créée en 2008 et dotée de pouvoirs discrétionnaires pour gérer le portefeuille d'investissements des actionnaires de contrôle de BWSA par l'intermédiaire de certains véhicules d'investissement, dont Kaon V, l'actionnaire direct de Verallia. BWGI, par l'intermédiaire de ses affiliés, est actionnaire de Verallia depuis son introduction en bourse en 2019. BWGI, via un autre compartiment du fonds Kaon ICAV, est également le premier actionnaire de la société française cotée Elis S.A.

Le 3 février 2025, BWGI a confirmé étudier la possibilité d'initier une offre publique d'achat volontaire sur les actions Verallia que BWGI ne détient pas (par l'intermédiaire de Kaon V), sans intention de procéder à un retrait obligatoire. Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 4 février 2025 afin de mettre en place un comité ad hoc, composé exclusivement d'administrateurs indépendants, chargé de (i) proposer au Conseil d'administration de la Société la désignation d'un expert indépendant, (ii) suivre les travaux de l'expert indépendant et (iii) émettre une recommandation au Conseil d'administration de la Société sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le 19 février 2025, le Conseil d'administration de la Société a nommé, sur recommandation du comité ad hoc, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF.

Après avoir soumis au Conseil d'administration de Verallia une lettre confirmant son intention de déposer l'Offre, BWGI a confirmé le 10 mars 2025 et le 15 avril 2025, par voie de communiqué de presse, son dépôt prochain, une fois les résultats du 1^{er} trimestre publiés par Verallia.

L'Initiateur a exprimé les intentions exposées à la section 1.2 du Projet de Note d'Information et a, en outre, à la demande de la direction de la Société, pris des engagements vis-à-vis de la Société détaillés dans une lettre d'engagement adressée à la Société le 23 avril 2025 (la « **Lettre d'Engagement** ») dont les principaux termes sont décrits à la section 1.3 du Projet de Note d'Information.

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

1.3.1 Principaux termes de l'Offre

1.3.1.1 Termes de l'Offre

En application de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissements présentateurs, ont déposé auprès de

⁷ Sur la base du chiffre d'affaires réalisé en 2023 par les acteurs du marché en Europe (telle que définie par lesdits acteurs), tel qu'extrait des informations publiquement disponibles (rapports annuels et communiqués de presse notamment) et sur la base d'estimations de Verallia.

⁸ Sur la base des volumes vendus en 2023 en Argentine, Brésil et au Chili.

l'AMF le 24 avril 2025 le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire portant sur la totalité des Actions en circulation ou à émettre autres que les Actions détenues par l'Initiateur (sous réserve des exceptions détaillées à la Section 2.3 du Projet de Note d'Information).

Dans le cadre de l'Offre, qui se déroulera selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société, au Prix de l'Offre (sous réserve des ajustements décrits à la Section 2.2 du Projet de Note d'Information), la totalité des Actions qui seront apportés à l'Offre.

Crédit Agricole Corporate and Investment Bank garantit seule la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions des articles 231-13 et 232-4 du Règlement général de l'AMF.

1.3.1.2 Ajustement des termes de l'Offre

Il est rappelé que le Prix de l'Offre est de 30 euros par Action avant détachement du Dividende 2024, et de 28,30 € par Action après détachement du Dividende 2024 le 13 mai 2025.

Par ailleurs, toute autre distribution de dividendes, d'acomptes sur dividendes, de réserves, de primes ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature) décidée par la Société, ou tout amortissement ou réduction de son capital social, dont la date de détachement ou de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte) donnera lieu à un ajustement à la baisse, à l'euro, du Prix de l'Offre, étant précisé que dans l'hypothèse où l'opération aurait lieu entre la date de règlement-livraison de l'Offre (exclue) et la date de règlement-livraison de l'Offre Réouverte (incluse), seul le prix de l'Offre Réouverte sera ajusté.

Tout ajustement du Prix de l'Offre fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse par l'Initiateur soumis à l'approbation préalable de l'AMF.

1.3.1.3 Nombre et nature des actions visés par l'Offre

A la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 34.839.565 Actions⁹.

L'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation ou à émettre non détenues par l'Initiateur, à l'exception des Actions Exclues, *i.e.* les Actions suivantes :

- les Actions auto-détenues par la Société, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 2.968.796 Actions, que le Conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre, dès lors qu'elles sont affectées à la couverture des programmes d'actionnariat salarié et des plans d'attribution d'actions de performance du Groupe ;
- les Actions PEGI Indisponibles ; et
- les Actions Gratuites Indisponibles des Dirigeants ;

soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 82.302.323 Actions.

Il n'existe pas, à la date du Projet de Note en Réponse, d'autres titres de capital ou autres instruments financiers ou de droits pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.3.2 Conditions de l'Offre

⁹ Il est précisé que ce chiffre inclut les 1.000 Actions que chacune des entités, BWGI et BWSA, détient directement.

L'ouverture et la clôture de l'Offre sont conditionnées à l'obtention des autorisations visées à la Section 2.5.2 du Projet de Note d'Information. L'autorisation de la Commission européenne au titre du contrôle des concentrations a été obtenue le 24 avril 2025.

1.3.3 Intentions concernant un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre

L'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en œuvre à l'issue de l'Offre, et dans un délai de trois ans suivant la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire pour les Actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II, du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF (étant précisé que l'Initiateur se réserve la possibilité de revenir sur cet engagement en cas de projet stratégique alternatif qui ferait l'objet d'un avis favorable rendu par un comité *ad hoc* du Conseil d'administration de la Société composé d'administrateurs indépendants).

1.3.4 Situation des bénéficiaires d'actions gratuites

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

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Plans d'Actions Gratuites à la date du Projet de Note en Réponse (sans préjudice de majorations, en cas de surperformance des objectifs, du nombre d'actions pouvant faire l'objet d'une acquisition définitive au titre de tout ou partie des Plans d'Actions Gratuites en cours).

Plans	Plan 2019-2021 (Tranche 1)	Plan 2019-2021 (Tranche 2)	Plan 2021-2022	Plan 2021-2023	Plan 2022-2024	Plan 2023-2025	Plan 2024-2026	Plan 2025-2027
Date de l'assemblée générale des actionnaires	N/A ¹⁰	N/A ¹¹	10 juin 2020	10 juin 2020	10 juin 2020	10 juin 2020	25 avril 2023	26 avril 2024
Date de la décision d'attribution	24 juillet 2019	24 juillet 2019	23 février 2021	23 février 2021	16 février et 6 décembre 2022	15 février 2023	14 février 2024	19 février 2025
Nombre total d'Actions Gratuites initialement attribuées	Attribution en euros	Attribution en euros	257.328	247.433	273.050	297.000	295.000	379.795
Nombre total d'Actions Gratuites	Attribution en euros	Attribution en euros	55.000	55.000	35.000	38.000	38.000	57.595

¹⁰ Autorisation de l'associé unique de la Société (alors en la forme de société par actions simplifiée) en date du 24 juillet 2019.

¹¹ Autorisation de l'associé unique de la Société (alors en la forme de société par actions simplifiée) en date du 24 juillet 2019.

Plans	Plan 2019-2021 (Tranche 1)	Plan 2019-2021 (Tranche 2)	Plan 2021-2022	Plan 2021-2023	Plan 2022-2024	Plan 2023-2025	Plan 2024-2026	Plan 2025-2027
attribuées aux mandataires sociaux								
Nombre d'Actions Gratuites en cours d'acquisition	0	0	0	0	0	248.150	277.650	379.795
Date de l'acquisition définitive	24 juillet 2021	23 mars 2022	1 ^{er} mars 2023	1 ^{er} mars 2024	1 ^{er} mars 2025	1 ^{er} mars 2026	1 ^{er} mars 2027	1 ^{er} mars 2028
Nombre d'actions acquises	250.852 (dont 58.313 aux mandataires sociaux)	142.290 (dont 46.228 aux mandataires sociaux)	251.893 (dont 60.500 aux mandataires sociaux)	228.562 (dont 60.500 aux mandataires sociaux)	92.067 (dont 15.750 aux mandataires sociaux)	0	0	0
Engagement de conservation des actions par les mandataires sociaux ¹²	30 % des Actions Gratuites acquises par Michel Giannuzzi soit 17.494 Actions	30 % des Actions Gratuites acquises par Michel Giannuzzi soit 13.868 Actions	30% des Actions Gratuites acquises par Michel Giannuzzi soit 18.150 Actions	30 % des Actions Gratuites acquises par Michel Giannuzzi soit 18.150 Actions	30 % des Actions Gratuites acquises par Patrice Lucas soit 4.725	30 % des Actions Gratuites acquises par Patrice Lucas soit 11.400 Actions (en cas de réalisation à 100% des objectifs)	30 % des Actions Gratuites acquises par Patrice Lucas soit 12.312 Actions (en cas de réalisation à 100% des objectifs)	30% des Actions Gratuites acquises par Patrice Lucas soit 18.661 Actions (en cas de réalisation à 100% des objectifs)

(a) Concernant le Plan 2025-2027, le nombre de 379.795 correspond à l'allocation cible prévue par ce plan. Ce nombre maximal d'actions attribuées pourrait atteindre 410.287 actions en cas de surperformance de la cible de création de valeur, telle que définie dans le document d'enregistrement universel de Verallia.

Parmi ces Actions Gratuites, à la date du présent Projet de Note en Réponse, il existe (sous réserve des cas de levée d'indisponibilité prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables) :

- i. un nombre maximum de 905.595 d'Actions Gratuites (sans préjudice de majorations en cas de surperformance des objectifs), issues des plans 2023-2025, 2024-2026 et 2025-2027 dont la

¹² Tel que modifié par le conseil d'administration de la société le 27 avril 2022.

période d'acquisition n'aura pas expiré avant la date de clôture estimée de l'Offre (ou de l'Offre Réouverte, selon le cas) et qui ne sont donc pas visées par l'Offre (les « **Actions Gratuites en Période d'Acquisition** ») ; et

- ii. pour un nombre maximum de 102.407 d'Actions Gratuites, issues des plan 2019-2021 (Tranche 1), 2019-2021 (Tranche 2), 2021-2022, 2021-2023 et 2022-2024, dont la période d'acquisition a expiré mais qui sont indisponibles en raison des dispositions de l'article L. 225-197-1, II du Code de commerce, aux termes desquelles le Conseil d'administration de la Société a imposé aux dirigeants de la Société une obligation de conservation de leurs Actions jusqu'à la cessation de leurs fonctions (les « **Actions Gratuites Indisponibles des Dirigeants** » et, ensemble avec les Actions Gratuites en Période d'Acquisition, les « **Actions Gratuites Indisponibles** »)¹³.

Les Actions Gratuites Indisponibles sont juridiquement indisponibles et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre, sous réserve des cas de levée d'indisponibilité prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables.

Les Actions Gratuites Indisponibles pourraient être couvertes par le Mécanisme de Liquidité décrit à la Section 1.3.7 du Projet de Note en Réponse sous réserve des conditions mentionnées à ladite section.

1.3.5 Situation des actionnaires détenant des Actions dans le cadre d'un plan d'épargne de groupe international (PEGI)

Au 24 avril 2025, 926.307 Actions sont détenues par des salariés du Groupe dans certains pays dans le cadre d'un plan d'épargne de groupe international (PEGI) conduisant les salariés à détenir en direct des Actions Verallia (les « **Actions PEGI** ») :

- 334.295 Actions PEGI sont librement cessibles d'ici à la clôture de l'Offre et leurs détenteurs pourront apporter ces Actions PEGI à l'Offre (86.105 Actions PEGI sont disponibles à la date du Projet de Note en Réponse et 248.190 Actions PEGI seront disponibles à compter du 1^{er} juin 2025) ;
- il existe 592.012 Actions PEGI déjà émises pour lesquelles le délai d'indisponibilité de cinq ans prévu par l'article L. 3332-25 du Code du travail n'aura pas expiré avant la date de clôture de l'Offre, compte tenu de son calendrier indicatif (les « **Actions PEGI Indisponibles** ») ; elles ne pourront donc pas être apportées à l'Offre (sous réserve des cas de déblocage anticipé prévus par le Code du travail).

1.3.6 Situation des actionnaires dont les actions sont détenues via le FCPE Verallia

A la date du Projet de Note en Réponse, 3.950.350 Actions sont détenues par le fonds commun de placement d'entreprise « Verallia » (le « **FCPE** »), qui est le support de placement du plan d'épargne groupe de Verallia et du plan d'épargne groupe international de Verallia pour les salariés de certains pays.

Il appartiendra au conseil de surveillance du FCPE de prendre la décision d'apporter, le cas échéant, à l'Offre tout ou partie des 3.950.350 Actions détenues par le FCPE.

Cette décision éventuelle du FCPE ne constitue pas un cas de déblocage anticipé des sommes investies par les salariés dans le FCPE.

1.3.7 Mécanisme de liquidité

La Lettre d'Engagement indique en outre que, postérieurement à la clôture de l'Offre Réouverte et sous réserve de l'existence d'un Défaut de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-après), l'Initiateur collaborera avec le Conseil d'administration afin de s'assurer qu'un mécanisme de liquidité soit mis en place (directement avec l'Initiateur ou par l'intermédiaire de la Société) au bénéfice des titulaires

¹³ Le total de 102.407 Actions Gratuites Indisponibles des Dirigeants intégrant (i) les 72.387 Actions soumises à un engagement de conservation de la part des mandataires sociaux de la Société (représentant 30% des actions gratuites qui leur ont été définitivement attribuées au titre desdits plans) et (ii) les 30.020 Actions soumises à un engagement de conservation de la part des membres du Comité exécutif du Groupe (représentant 20% des actions gratuites qui leur ont été définitivement attribuées au titre desdits plans).

d'actions issues des Plans d'Actions Gratuites de la Société pour les Actions concernées, à un prix qui serait déterminé de façon cohérente avec le Prix de l'Offre, conformément aux pratiques usuelles en la matière (notamment par application d'une formule incluant un multiple déterminé sur la base du Prix de l'Offre) (le « **Mécanisme de Liquidité** »). Le « **Défaut de Liquidité** » sera caractérisé si le volume moyen d'actions Verallia échangées chaque jour de négociation sur une période d'un mois est inférieur (ou égal) à 0,05 %¹⁴ du capital social de Verallia.

1.4 Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 24 avril 2025 (le « **Projet de Note d'Information** »). L'AMF a publié le même jour un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information sur son site internet (www.amf-france.org).

La Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 28 avril 2025. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note en Réponse, tel que déposé auprès de l'AMF, est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et a été mis en ligne sur le site internet de la Société (www.verallia.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

En outre, un communiqué comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse et précisant les modalités de sa mise à disposition a été diffusé par la Société le 28 avril 2025.

Cette Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site internet une déclaration de conformité motivée relative au projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, la déclaration de conformité emportera visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société.

La note en réponse ainsi visée par l'AMF sera, conformément à l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, tenue gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera également accessible sur le site internet de la Société (www.verallia.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Le document relatif aux autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera également accessible sur le site internet de la Société (www.verallia.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

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

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

1.5 Procédure d'apport à l'Offre

Les Actions apportées à l'Offre (y compris, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit de rejeter, à sa seule discrétion, les Actions apportées à l'Offre qui ne remplissent pas cette condition.

Le projet d'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Toute différend ou litige, quel

¹⁴ Sur la base des volumes tels que reflétés par les données Bloomberg « European Composite ».

qu'en soit l'objet ou le fondement, se rapportant à ce projet d'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

L'Offre sera ouverte pendant une période minimale de 25 jours de négociation.

Les détenteurs d'Actions sous la forme « au porteur » ou au « nominatif administré » détenues sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre doivent remettre un ordre d'apport de leurs Actions à leur intermédiaire financier, conformément aux formulaires standards fournis par ce dernier, au plus tard le dernier jour ouvrable de l'Offre et en temps utile pour que leur ordre soit exécuté. Les détenteurs d'Actions sont invités à contacter leurs intermédiaires financiers pour vérifier les modalités applicables et en particulier si un délai plus court leur est applicable.

Les détenteurs d'Actions sous la forme « nominatif pur » et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre doivent remettre un ordre d'apport de leurs Actions à Société Générale Securities Services, teneur de registre au nominatif pur des Actions, conformément aux formulaires standards fournis par ce dernier, au plus tard le dernier jour ouvrable de l'Offre et en temps utile pour que leur ordre soit exécuté. Les détenteurs d'Actions sont invités à contacter leurs intermédiaires financiers ou le teneur de registre pour vérifier les modalités applicables et en particulier si un délai plus court leur est applicable.

En application de l'article 232-2 du Règlement général de l'AMF, les ordres d'apport des Actions à l'Offre peuvent être révoqués à tout moment jusqu'à la date de clôture de l'Offre (inclusive). Après cette date, ces ordres d'apport à l'Offre Réouverte deviendront irrévocables.

Aucun intérêt ne sera versé par l'Initiateur pour la période comprise entre la date à laquelle les Actions sont apportées à l'Offre et la date de règlement-livraison de l'Offre (ou de restitution des Actions). Cette date de règlement sera indiquée dans l'avis de résultat qui sera publié par Euronext Paris. Le règlement-livraison interviendra après les opérations de centralisation.

1.5.1 Centralisation des ordres

La centralisation des ordres d'apport des Actions à l'Offre sera assurée par Euronext Paris.

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

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres d'apport à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres, déterminera les résultats de l'Offre et les communiquera à l'AMF.

Le cas échéant, toutes les opérations décrites ci-dessus seront répétées dans une séquence identique et dans les conditions, notamment de délai, qui seront précisées dans un avis publié par Euronext Paris, dans le cadre de l'Offre Réouverte.

1.5.2 Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison

Conformément aux dispositions de l'article 232-3 de son Règlement général, l'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de négociation après la clôture de l'Offre. Si l'AMF constate le succès de l'Offre, Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des Actions et de versement des fonds.

À la date du règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte), l'Initiateur créditera Euronext Paris des fonds correspondant au règlement de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte). À cette date, les Actions de la Société apportées à l'Offre et tous les droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Euronext Paris effectuera le paiement en espèces aux intermédiaires pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs Actions à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) à la date de règlement-livraison de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte).

1.6 Réouverture de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du Règlement général de l'AMF, en cas de succès de l'Offre, l'Offre sera automatiquement rouverte au plus tard dans les dix (10) jours de négociation suivant

la publication du résultat définitif de l'Offre, aux mêmes conditions que l'Offre (l' « **Offre Réouverte** »). Dans ce cas, l'AMF publiera le calendrier de l'Offre Réouverte, qui durera en principe au moins dix (10) jours de négociation.

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport des Actions à l'Offre Réouverte et la procédure de l'Offre Réouverte seront identiques à celles de l'Offre initiale, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

1.7 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre. L'Offre sera ouverte pour une durée minimale de 25 jours de négociation.

Un calendrier prévisionnel est proposé ci-dessous et sera ajusté en fonction de la date d'obtention des autorisations réglementaires :

Date	Principales étapes de l'Offre
24 avril 2025	<ul style="list-style-type: none"> – Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information (le « Projet de Note d'Information ») de l'Initiateur auprès de l'AMF. – Mise à disposition du public du Projet de Note d'Information de l'Initiateur et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.verallia.com). – Publication par l'Initiateur d'un communiqué de presse annonçant le dépôt de l'Offre et la mise à disposition du Projet de Note d'Information.
28 avril 2025	<ul style="list-style-type: none"> – Dépôt du projet de note en réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et le rapport de l'expert indépendant, auprès de l'AMF. – Mise à disposition du public du Projet de Note en Réponse de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.verallia.com). – Publication par la Société d'un communiqué de presse annonçant la mise à disposition du Projet de Note en Réponse.
23 mai ou 5 juin 2025	<ul style="list-style-type: none"> – Publication de la décision de conformité de l'Offre par l'AMF. – Mise à disposition du public de la note d'information et de la note en réponse sur les sites Internet de la Société (www.verallia.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). – Publication par l'Initiateur du communiqué de presse de mise à disposition de la note d'information. – Publication par la Société du communiqué de presse de mise à disposition de la note en réponse.
Au plus tard à la veille de l'ouverture de l'Offre	<ul style="list-style-type: none"> – Mise à disposition du public aux sièges sociaux de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.verallia.com) des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. – Mise à disposition du public des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société au siège social de la Société et sur le site Internet de la Société (www.verallia.com) et sur le site

Date	Principales étapes de l'Offre
	Internet de l'AMF (www.amf-france.org). – Publication par l'Initiateur du communiqué de presse de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. – Publication par la Société du communiqué de presse de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société.
A compter de l'obtention des autorisations réglementaires (cf. Section 2.5.2.1 du Projet de Note d'Information)	– Ouverture de l'Offre.
25 jours de bourse après l'ouverture de l'Offre	– Clôture de l'Offre.
Dans les jours suivants la clôture de l'Offre	– Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF. – En cas de succès de l'Offre, publication de l'avis de réouverture de l'Offre par Euronext. – En cas de succès de l'Offre, réouverture de l'Offre, pendant 10 jours de négociation. – En cas de succès de l'Offre, règlement-livraison de l'Offre. – Le cas échéant, clôture de l'Offre Réouverte. – Le cas échéant, publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte. – Le cas échéant, règlement-livraison de l'Offre Réouverte.

1.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

En conséquence, l'Offre est faite aux actionnaires de la Société situés en France et hors de France, sous réserve que les lois locales auxquelles ils sont soumis leur permettent de participer à l'Offre sans que l'Initiateur n'ait à accomplir de formalités supplémentaires.

La diffusion du Projet de Note en Réponse, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certaines juridictions, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'une juridiction où l'Offre fait l'objet de restrictions.

Ni le Projet de Note en Réponse ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constitue une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers ou une sollicitation d'offre dans une juridiction dans laquelle une telle offre ou sollicitation serait illégale, ne pourrait être légalement effectuée ou nécessiterait la publication d'un prospectus ou toute autre formalité conformément aux lois financières locales. Les actionnaires situés hors de France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où cette participation

est autorisée par les lois locales auxquelles ils sont soumis.

En conséquence, les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certaines juridictions.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des restrictions légales ou réglementaires étrangères qui lui sont applicables.

États-Unis d'Amérique

L'Offre vise les Actions Verallia, société de droit français, et est soumise à des obligations d'information et à une procédure conforme à la réglementation boursière française, différentes de celles applicables aux États-Unis d'Amérique.

L'Offre sera faite aux États-Unis d'Amérique conformément à la Section 14(e) de l'U.S. *Securities Exchange Act* de 1934 tel qu'amendé (la « **Loi de 1934** »), aux lois et règlements promulgués en vertu de celui-ci, y compris le règlement 14E sous réserve des exemptions prévues par la règle 14d-1(d) de la Loi de 1934 (exemption dite « **Tier II** »), et aux exigences du droit français. En conséquence, l'Offre sera soumise à certaines règles procédurales et obligations d'information applicables en France, notamment relatives à la notification de la réouverture de l'Offre, au règlement-livraison (en ce compris le moment où le paiement du prix est effectué) et à l'achat des Actions en dehors de l'Offre, qui sont différentes des règles et procédures américaines relatives aux offres publiques aux États-Unis d'Amérique.

Sous réserve de toute interdiction par la réglementation française applicable, l'Initiateur et ses affiliés peuvent, à tout moment à compter de l'annonce de l'Offre et y compris avant ou pendant la période au cours de laquelle l'Offre reste ouverte à l'acceptation (ou, le cas échéant, avant ou pendant la période au cours de laquelle l'Offre Réouverte reste ouverte à l'acceptation), acquérir ou prendre des dispositions afin d'acquérir des Actions en dehors des États-Unis d'Amérique soit sur le marché libre aux cours en vigueur, soit dans le cadre de transactions de gré à gré à des cours négociés. Ces acquisitions ne seront pas effectuées à des prix supérieurs au Prix de l'Offre, à moins que le prix de l'Offre ne soit augmenté en conséquence. Ces acquisitions seront effectuées conformément aux lois, règles et réglementations applicables. Dans la mesure où l'information sur ces acquisitions et/ou ces dispositions en vue de réaliser ces acquisitions serait rendue publique en France, elle serait également rendue publique par voie de communiqué de presse ou par tout autre moyen permettant aux actionnaires américains de Verallia d'être informés et sur le site Internet de Verallia (www.verallia.com).

Le paiement du prix de l'Offre aux actionnaires américains de la Société pourrait être une opération imposable y compris à l'impôt fédéral américain sur le revenu. Il est recommandé que chaque actionnaire américain de la Société consulte un conseil professionnel indépendant sur les conséquences fiscales qu'emporterait l'acceptation de l'Offre.

Il pourrait être difficile pour les actionnaires américains de la Société de faire valoir leurs droits en vertu de la législation boursière fédérale américaine, étant donné que l'Initiateur et la Société ont leurs sièges sociaux respectifs en dehors des États-Unis d'Amérique et que la totalité de leurs dirigeants et administrateurs sont résidents de pays autres que les États-Unis d'Amérique. Les actionnaires américains de la Société pourraient ne pas avoir la possibilité d'engager des procédures devant un tribunal en dehors des États-Unis à l'encontre d'une société non-américaine, de ses dirigeants ou de ses administrateurs en invoquant des violations du droit américain sur les valeurs mobilières. Par ailleurs, il pourrait également être difficile de contraindre une société non-américaine ainsi que ses affiliés de se soumettre à des jugements qui seraient rendus par un tribunal américain.

Ce Projet de Note en Réponse n'a été ni déposé ni examiné par une quelconque autorité de marché (fédérale ou d'un état) ou autre autorité de régulation aux États-Unis, et aucune de ces autorités ne s'est prononcée sur l'exactitude ou l'adéquation des informations contenues dans ce Projet de Note en Réponse. Toute déclaration contraire serait illégale et pourrait constituer une infraction pénale.

2 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

2.1 Composition du Conseil d'administration

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- M. Michel Giannuzzi, Président du conseil d'administration ;
- M. Patrice Lucas, Directeur général et administrateur ;
- BW Gestão de Investimentos LTDA. (« BWGI »), représenté par Mr. João Salles, administrateur ;
- Brasil Warrant Administração de Bens e Empresas S.A. (« BWSA »), représenté par Mme. Marcia Freitas, administrateur ;
- Bpifrance Investissement, représenté par Sébastien Moynot, administrateur ;
- M. Didier Debrosse, administrateur indépendant ;
- Mme. Marie-José Donsion, administratrice indépendante ;
- Mme. Virginie Hélias, administratrice indépendante ;
- Mme. Cécile Tandeau de Marsac, administratrice indépendante ;
- M. Pierre Vareille, administrateur indépendant ;
- M. Xavier Massol, administrateur représentant les salariés ;
- M. Olivier Späth, administrateur représentant les salariés ;
- Mme. Beatriz Peinado Vallejo, administratrice représentant les salariés actionnaires ; et
- M. Guilherme Bottura, censeur.

2.2 Composition du Comité ad hoc

Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à l'instruction AMF n°2006-08 et à la recommandation AMF n°2006-15, le Conseil d'administration a mis en place en son sein, lors de sa réunion 4 février 2025, un comité *ad hoc*, chargé de proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant, superviser le suivi de ses travaux et émettre une recommandation au Conseil d'administration sur l'intérêt pour l'ensemble des parties prenantes de la Société de l'offre qui pourrait être soumise par l'Initiateur. Ce comité est composé de trois membres indépendants du Conseil d'administration :

- Madame Marie-José Donsion en qualité de Présidente dudit comité *ad hoc*,
- Monsieur Didier Debrosse, et
- Monsieur Pierre Vareille.

2.3 Avis motivé du Conseil d'administration

Le conseil d'administration de Verallia s'est réuni le 27 avril 2025 à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, de rendre un avis motivé reprenant (i) les diligences que celui-ci a effectuées aux fins de la préparation de cet avis, et portant sur (ii) l'intérêt de l'Offre visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 30 euros par action (dividende de 1,70 euro attaché)¹⁵, initié par l'Initiateur et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, ainsi que sur (iii) les conditions de vote dans lesquelles cet avis a été obtenu.

Préalablement à la réunion, les membres du conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant

¹⁵ Soit un prix de 28,3 € par action après détachement du dividende de 1,70 € par action approuvé par l'assemblée générale des actionnaires de Verallia du 25 avril 2025.

d'émettre un avis motivé :

- le Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur et déposé auprès de l'AMF le 24 avril 2025, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs, Crédit Agricole CIB (garant) et Bank of America Merrill Lynch International Limited ;
- le rapport du cabinet Syndex, expert-comptable désigné par le CEEV de la Société, rendu le 7 avril 2025 ;
- l'avis du CEEV de la Société sur l'Offre, rendu le 9 avril 2025 ;
- la Lettre d'Engagement de l'Initiateur en date du 23 avril 2025, adressée à la Société ;
- le rapport de l'expert indépendant, le cabinet Ledouble, en date du 25 avril 2025, qui conclut que les conditions financières de l'Offre, à savoir le prix offert de 30 euros par action (dividende attaché), sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre ;
- l'avis financier réalisé par la banque Morgan Stanley en date du 25 avril 2025, adressé aux membres du Comité¹⁶ ;
- le projet de note d'information en réponse établi par la Société, qui reste à être complété de l'avis motivé du conseil d'administration, et destiné à être déposé par la Société auprès de l'AMF le 28 avril 2025 ; et
- le projet de communiqué de presse normé de la Société.

Le Conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant :

« Le Conseil d'administration s'est réuni ce jour à l'effet notamment, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, de rendre un avis motivé reprenant (i) les diligences que celui-ci a effectuées aux fins de la préparation de cet avis, et portant sur (ii) l'intérêt de l'Offre visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 30 euros par action (dividende de 1,70 euro attaché)¹⁷, initié par BWGI et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, ainsi que sur (iii) les conditions de vote dans lesquelles cet avis a été obtenu.

Le Président rappelle que les termes de ce projet d'Offre sont décrits dans le Projet de Note d'Information de BWGI déposé par BWGI auprès de l'AMF le 24 avril 2025.

*Le Président rappelle également que, conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF et à la recommandation AMF n° 2006-15, le Conseil d'administration a, lors de sa réunion du 4 février 2025, constitué un comité ad hoc (le « **Comité** ») chargé de proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant et d'assurer le suivi des travaux dudit expert*

¹⁶ L'avis financier relatif au caractère équitable du prix de l'Offre, est fondé sur et soumis aux diverses hypothèses, réserves, et autres limitations y figurant. Cet avis financier ne constitue pas, et n'a pas vocation à constituer, une « attestation d'équité » au sens du RG AMF et ne constitue en aucun cas une recommandation aux actionnaires sur la question de savoir s'ils doivent apporter ou non leurs titres à l'Offre. Cet avis financier est adressé au seul usage et bénéfice des membres du Comité et porté à la connaissance du conseil d'administration, nulle autre personne ne pouvant s'en prévaloir.

¹⁷ Soit un prix de 28,3 € par action après détachement du dividende de 1,70 € par action approuvé par l'assemblée générale des actionnaires de Verallia du 25 avril 2025.

indépendant, de préparer, pour le soumettre au Conseil d'administration, le projet d'avis motivé sur le projet d'Offre, et plus généralement, assurer le suivi des travaux préparatoires relatifs au projet d'Offre du point de vue de la Société et examiner toute question relative au projet d'Offre, y compris dans l'hypothèse où une offre publique alternative serait faite par un tiers.

Le Comité est composé de trois membres que sont Mme Marie-José Donsion, laquelle a été désignée présidente du Comité par le Conseil d'administration, M. Didier Debrosse et M. Pierre Vareille, tous trois administrateurs indépendants de la Société.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé :

- le Projet de Note d'Information établi par BWGI et déposé auprès de l'AMF le 24 avril 2025, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de BWGI, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs, Crédit Agricole CIB (garant) et Bank of America Merrill Lynch International Limited ;*
- le rapport du cabinet Syndex, expert-comptable désigné par le comité d'entreprise européen (le « CEE ») de la Société, rendu le 7 avril 2025 ;*
- l'avis du CEE de la Société sur l'Offre, rendu le 9 avril 2025 ;*
- la Lettre d'Engagement de BWGI en date du 23 avril 2025, adressée à la Société ;*
- le rapport de l'expert indépendant, le cabinet Ledouble, en date du 25 avril 2025, qui conclut que les conditions financières de l'Offre, à savoir le prix offert de 30 euros par action (dividende attaché), sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre ;*
- l'avis financier réalisé par la banque Morgan Stanley en date du 25 avril 2025, adressé aux membres du Comité¹⁸ ;*
- le projet de note d'information en réponse établi par la Société, qui reste à être complété de l'avis motivé du conseil d'administration, et destiné à être déposé par la Société auprès de l'AMF le 28 avril 2025 ; et*
- le projet de communiqué de presse normé de la Société.*

1. Désignation de l'expert indépendant

A l'occasion de sa réunion du 11 février 2025, le Comité a décidé de s'appuyer sur le cabinet Darrois Villey Maillot Brochier en qualité de conseil juridique, et sur la banque Morgan Stanley en qualité de conseil financier, afin d'assister le Comité dans la réalisation de ses missions dans le cadre de l'Offre.

Préalablement à la réunion du 15 février 2025, le Comité a identifié deux cabinets comme pouvant répondre aux critères de compétence et d'indépendance requis par la réglementation applicable aux fins

¹⁸ L'avis financier relatif au caractère équitable du prix de l'Offre, est fondé sur et soumis aux diverses hypothèses, réserves, et autres limitations y figurant. Cet avis financier ne constitue pas, et n'a pas vocation à constituer, une « attestation d'équité » au sens du RG AMF et ne constitue en aucun cas une recommandation aux actionnaires sur la question de savoir s'ils doivent apporter ou non leurs titres à l'Offre. Cet avis financier est adressé au seul usage et bénéfice des membres du Comité et porté à la connaissance du conseil d'administration, nulle autre personne ne pouvant s'en prévaloir.

d'agir en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre. A l'issue de la revue des propositions reçues, le Comité a sélectionné le cabinet Ledouble au regard principalement de l'absence de lien présent ou passé entre celui-ci et la Société, de son expérience récente sur des opérations de marché complexes et, plus généralement, de sa réputation professionnelle et des moyens humains et matériels dont il dispose. Mme Agnès Piniot a fait savoir pour le compte du cabinet Ledouble qu'il acceptait le principe de cette nomination et qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer sa mission. De même, le cabinet Ledouble a confirmé disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée.

Lors de sa réunion du 19 février 2025, sur recommandation du Comité, le Conseil d'administration de la Société a donc désigné le cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot et M. Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I du RG AMF, avec pour mission de rendre un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

2. Travaux du Comité et interactions avec l'expert indépendant

Entre le 11 février 2025 et le 25 avril 2025, le Comité s'est réuni à 16 reprises pour les besoins de sa mission, par visioconférence ou au siège social de la Société. Les membres du Comité ont échangé avec l'expert indépendant et les conseils du Comité tout au long du processus y compris dans le cadre des réunions convoquées régulièrement et lors d'échanges informels.

Mme Marie-José Donsion, en sa qualité de présidente du Comité, rend ensuite compte de sa mission et résume ci-après succinctement les travaux accomplis par le Comité dans ce cadre :

- le 11 février 2025, le Comité s'est réuni par visioconférence afin de sélectionner le cabinet Darrois Villey Maillot Brochier pour agir en qualité de conseil juridique du Comité et la banque Morgan Stanley pour agir en qualité de conseil financier du Comité ;*
- le 15 février 2025, le Comité s'est réuni par visioconférence afin de recommander au Conseil d'administration la désignation du cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant, ce qui a été approuvé par le Conseil d'administration du 19 février 2025 ;*
- le 1^{er} mars 2025, le Comité s'est réuni deux fois par visioconférence, d'abord en présence de son conseil financier, qui a présenté ses premières observations concernant la valorisation de la Société, puis en présence de BWGI, qui a présenté les principaux termes de l'Offre ;*
- le 6 mars 2025, le Comité s'est réuni en visioconférence en présence de l'expert indépendant, qui a fait un point sur l'état d'avancement de ses travaux d'évaluation et les résultats préliminaires de ses analyses ;*
- le 9 mars 2025, le Comité s'est réuni en visioconférence en présence de BWGI, qui a exposé certaines hypothèses retenues dans ses travaux de valorisation de la Société ;*
- le 22 mars 2025, le Comité s'est réuni en visioconférence en présence de ses conseils et a fait un point sur l'avancée des travaux de valorisation de la Société et sur les prochaines étapes de l'Offre ;*
- le 28 mars 2025, Mme Marie-José Donsion a échangé avec l'expert-comptable désigné par le CEE ;*
- le 1^{er} avril 2025, le Comité s'est réuni en visioconférence afin de faire un point sur l'entretien de Mme Marie-José Donsion avec l'expert-comptable désigné par le CEE, sur les échanges en cours entre la Société, BWGI et l'expert indépendant, et sur les engagements extrafinanciers de BWGI en cours de discussion ;*

- le 4 avril 2025, le Comité s’est réuni en visioconférence en présence de l’expert indépendant, qui a fait un point sur l’état d’avancement de ses travaux d’évaluation et les résultats de ses analyses à date ;
- les 6, 12 et 13 avril 2025, le Comité s’est réuni en visioconférence et a fait un point sur les engagements extrafinanciers de BWGI en cours de discussion et le calendrier de l’Offre ;
- le 14 avril 2025, le rapport du cabinet Syndex, expert-comptable désigné par le CEE, et l’avis du CEE ont été transmis aux membres du Comité ;
- le 14 avril 2025, le Comité s’est réuni en visioconférence et a fait un point sur les engagements extrafinanciers de BWGI en cours de discussion et sur l’avis du CEE et le rapport du cabinet Syndex ;
- le 15 avril 2025, le Comité s’est réuni en visioconférence et a notamment échangé sur l’issue des discussions en cours concernant la lettre d’engagements, notamment extrafinanciers, qui sera adressée par BWGI au bénéfice de la Société ;
- le 15 avril 2025, le projet préliminaire de rapport de l’expert indépendant a été transmis aux membres du Comité ;
- le 19 avril 2025, le Comité s’est réuni pour échanger sur un premier projet préliminaire d’avis motivé au regard de ses travaux préalables ;
- le 22 avril 2025, une version actualisée du projet de rapport de l’expert indépendant a été transmise aux membres du Comité ;
- le 23 avril 2025, le Comité s’est réuni en présence de l’expert indépendant, afin d’échanger sur ses travaux d’analyse et d’entendre ses conclusions, comprenant notamment une analyse des conditions financières de l’Offre ainsi qu’une comparaison des résultats de ses travaux avec ceux des établissements présentateurs de l’Offre, expliquant les différences entre leurs résultats respectifs ;
- le 23 avril 2025, la Lettre d’Engagement, adressée à la Société, a été transmise aux membres du Comité ;
- le 25 avril 2025, la version définitive du rapport de l’expert indépendant a été transmise aux membres du Comité ;
- le 25 avril 2025, le Comité s’est réuni pour entendre la synthèse des travaux de la banque Morgan Stanley et son avis financier¹, et pour arrêter la version définitive de ses recommandations et du projet d’avis motivé.

Dans le cadre de ses travaux, le Comité s’est attaché à veiller au respect des intérêts du Groupe et de l’ensemble des parties prenantes en tenant compte du fait que BWGI est présent depuis 2019 au capital et au Conseil d’administration de la Société qu’il a toujours soutenue. Pour autant et compte tenu notamment de cette position particulière de BWGI, le Comité a cherché à clarifier les enjeux liés à la décision pour les actionnaires d’apporter ou non leurs actions à l’Offre.

A cet effet, le Comité et ses conseils juridiques et financiers ont eu plusieurs échanges avec des représentants et conseils de BWGI afin d’obtenir notamment certaines assurances de la part de BWGI ou certaines clarifications ou précisions des termes de l’Offre et des engagements pris par BWGI dans la Lettre d’Engagement.

Le Comité a notamment suggéré, en soutien des demandes de la direction de la Société, certaines améliorations au projet de Lettre d'Engagement, s'agissant en particulier de la prise en charge partielle des coûts de refinancement et du maintien de la notation de crédit investment grade de la Société – ces éléments étant significatifs pour les actionnaires souhaitant conserver leurs titres.

Le Comité s'est également assuré que le plan d'affaires à horizon 2027 présenté à l'expert indépendant est celui qui a été approuvé par le Conseil d'administration le 4 décembre 2024, étant précisé que le 23 avril 2025, le Groupe a communiqué ses résultats du premier trimestre 2025, et a révisé ses objectifs 2025 en année pleine, qui s'avèrent en retrait par rapport à la première année du plan d'affaires. Les années postérieures du plan d'affaires restent inchangées. Le Comité s'est assuré que ces éléments traduisent au moment de l'Offre la meilleure estimation possible des prévisions de la Société étant précisé qu'il n'existait pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.

Le Comité s'est également assuré que l'expert indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

Le Comité a fait le constat de l'absence de réception, au 25 avril 2025, de questions ou de réflexions d'actionnaires adressées à la Société ou à l'expert indépendant, ou transmises par l'AMF.

Le détail des interactions entre les membres du Comité et l'expert indépendant figure de manière exhaustive dans le rapport d'expertise du cabinet Ledouble.

Le Comité indique en outre ne pas avoir été informé ni avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

3. Synthèse et conclusions du rapport de l'expert indépendant

Ainsi qu'il est indiqué ci-dessus, le Comité a pu échanger avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Mme Agnès Piniot et M. Olivier Cretté, représentants du cabinet Ledouble, ont présenté dans leur rapport la synthèse et les conclusions de leurs travaux, reproduites ci-dessous :

« Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère ;*
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre.*

Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs titres.

Nous sommes d'avis que le Plan d'Affaires, qui sous-tend l'Évaluation Multicritère, traduit une stratégie ambitieuse ; la modélisation que nous en avons faite reflète cette ambition¹⁹ :

¹⁹ La valorisation intrinsèque de l'Action par l'actualisation des flux de trésorerie découlant du Plan d'Affaires positionne le Prix de l'Offre de 30,0 € dans un intervalle de :

- 29,8 € à 33,7 € en modélisant le Plan d'Affaires en l'état ;
- 29,4 € à 33,3 € en substituant le Budget 2025 Révisé à la première année du Plan d'Affaires.

- *les données prévisionnelles anticipent une reprise de la demande et postulent la capacité du Groupe à gagner des parts de marché à court terme, tout en améliorant sa rentabilité ; elles tablent en outre sur l'absence de survenance d'un aléa majeur, malgré les menaces et risques que nous avons recensés pouvant, dans le contexte actuel, freiner ou compromettre l'atteinte des objectifs de la Direction ;*
- *compte tenu de la confiance de la Direction dans sa capacité à délivrer le Plan d'Affaires, nous n'avons pas tenu compte de risques d'exécution spécifiques. Nous relevons toutefois que, au vu du profil du Groupe et de sa structure de coûts, la valeur actuelle de l'Action est particulièrement sensible aux paramètres d'actualisation et aux hypothèses du Plan d'Affaires, notamment en termes de rentabilité cible.*

Au vu des intentions de l'Initiateur qui se limitent à la prise de contrôle de la Société et de son engagement de ne pas viser un retrait obligatoire, même si les conditions légales et réglementaires pour sa mise en œuvre étaient réunies, nous considérons que le positionnement du Prix de l'Offre par rapport aux résultats de l'évaluation Multicritère (§ 4.6) laisse à l'Actionnaire la faculté d'arbitrer et de choisir en toute connaissance de cause entre l'apport ou non de ses titres à l'Offre :

- *la mise en œuvre de l'Offre peut présenter pour lui l'intérêt de bénéficier d'une fenêtre de liquidité à un prix extériorisant une prime par rapport aux cours de bourse des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre et, le cas échéant, de réinvestir la rémunération de son apport à l'Offre dans le même secteur d'activité²⁰ ;*
- *l'avancement dans le temps et la réalisation des objectifs fixés dans le Plan d'Affaires pourraient se traduire, toutes choses égales par ailleurs, par une progression de la valeur de l'Action ; l'Actionnaire ne souhaitant pas apporter ses titres à l'Offre restera toutefois exposé aux différents risques macroéconomiques et propres à Verallia pouvant obérer la valeur de l'Action, dans un contexte de moindre liquidité.*

Sur le plan financier, les dispositions de la Lettre d'Engagement n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre²¹ (§ 6).

Nous n'avons pas reçu de courrier, ni de courriel, de la part d'Actionnaires, et il ne nous en a pas été signalé par la Société, l'Initiateur ou les services de l'AMF (§ 7).

Conclusion

Dans le contexte de la présente Offre, au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation décrits dans notre synthèse (§ 8), et à l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 30,00 € (dividende 2024 de 1,70 € attaché) est équitable d'un point de vue financier pour les Actionnaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas identifié dans les principes exposés dans la Lettre d'Engagement de l'Initiateur à l'égard de la Société de dispositions qui seraient susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre. Les contrats correspondant aux engagements pris par l'Initiateur concernant le Mécanisme de Liquidité n'ayant pas été établis à ce jour, nous ne sommes pas en mesure de nous prononcer sur leur contenu ».

²⁰ La valorisation analogique de l'Action par le panel des Comparables Boursiers positionne le Prix de l'Offre de 30,0 € :

- au-dessus d'un intervalle de 22,5 € à 24,7 € ;
- dans un intervalle de 29,2 € à 31,2 € en ne prenant en considération dans ce panel que Vidrala, dont la rentabilité est supérieure à celle de Verallia.

²¹ Nos observations concernant les actionnaires qui souhaiteraient ne pas apporter leurs titres à l'Offre sont décrites ci-avant (§ 6).

4. Conclusions, recommandations et projet d'avis motivé du Comité

Le 25 avril 2025, le Comité a finalisé, au regard notamment du rapport définitif de l'expert indépendant, de l'avis financier de la banque Morgan Stanley¹, du rapport de Syndex, expert-comptable désigné par le CEE, et de l'avis du CEE sur l'Offre, sa recommandation au Conseil d'administration.

– S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires, le Comité relève que :

- *l'Offre, qui n'a pas été sollicitée, présente toutefois un caractère amical, en cohérence avec le soutien à la stratégie de la Société et de sa direction et les engagements pris par BWGI dans la Lettre d'Engagement à la demande de la direction de la Société. Ce caractère amical n'a pas été remis en cause par le Conseil d'administration lors des réunions qui ont suivi l'annonce de l'Offre par BWGI ;*
- *l'Offre permettra à Verallia de bénéficier d'un actionnaire financier solide et de long terme, qui connaît déjà très bien la Société et qui devrait lui permettre d'assurer la poursuite de sa croissance et le développement de ses activités sur le long terme ;*
- *BWGI entend continuer de soutenir la stratégie de Verallia, dans le prolongement de son positionnement passé, et maintenir la continuité managériale à laquelle le Conseil d'administration est attaché. BWGI a indiqué dans son projet de note d'information qu'elle entendait s'appuyer sur les équipes dirigeantes actuelles et qu'elle souhaitait que M. Michel Giannuzzi conserve ses fonctions de président du Conseil d'administration de la Société ;*
- *BWGI s'est engagée à préserver l'ancrage français de la Société et maintenir en France son siège social et son centre de décision pour une durée de trois ans à compter de la première clôture de l'Offre ;*
- *BWGI n'étant pas un acteur industriel, elle n'anticipe pas la réalisation de synergie de coûts ou de revenus avec la Société ;*
- *BWGI a l'intention de maintenir la notation de crédit investment grade de la Société, notamment par le maintien d'un niveau constant de levier financier du groupe à environ 2x. A ce titre, BWGI s'est engagé pour une durée de trois ans à compter de la première clôture de l'Offre à ne pas prendre, au niveau de la Société, de décision qui aurait pour conséquence directe la perte de sa notation de crédit investment grade, sauf accord d'un comité ad hoc composé d'administrateurs indépendants ;*
- *l'Offre, en cas de succès, entraînerait un changement de contrôle ayant une incidence sur certains contrats de crédit et emprunts obligataires de la Société. La stratégie de la Société vis-à-vis de ces prêteurs est décrite à la Section 8.10 du projet de note en réponse. Sur la base de l'information communiquée par la Société, l'expert indépendant a estimé que le coût total maximal du refinancement, net des engagements de prise en charge de BWGI, représenterait 0,40 € par action ; au titre de la Lettre d'Engagement, et à la demande de la direction de la Société, BWGI s'est engagé à prendre à sa charge une quote-part des coûts exceptionnels auxquels la Société serait exposée dans le cadre du refinancement ou de la renégociation de certains de ses accords de financement existants à raison de l'Offre, à hauteur d'une somme pouvant aller jusqu'à 12,5 millions d'euros en fonction du montant final desdits coûts.*
- *BWGI s'est engagée à ne pas demander de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre et à maintenir la cotation de la Société pendant au moins trois ans à compter de la première clôture de l'Offre, sauf accord d'un comité ad hoc composé d'administrateurs indépendants ; BWGI a également exprimé son intention de maintenir une liquidité adéquate sur le marché. Pour autant, le niveau de liquidité et de flottant à l'issue de l'Offre ne peuvent être anticipés à ce jour ;*

- *BWGI a indiqué ne pas avoir l'intention d'accroître significativement sa participation à l'issue de l'Offre en vue d'atteindre 90 % du capital. BWGI s'est à ce titre engagée à discuter de bonne foi avec le Conseil d'administration de tout projet d'augmenter significativement sa participation au capital de la Société pendant trois ans à compter de la première clôture de l'Offre, et à s'interdire d'augmenter significativement sa participation pendant un an à compter de la clôture de l'Offre, sauf accord d'un comité ad hoc composé d'administrateurs indépendants ;*
 - *BWGI a déclaré qu'elle entendait, en cas de succès de l'Offre, demander à l'assemblée générale de nommer des administrateurs de la Société afin de refléter la nouvelle composition de l'actionnariat et donc le contrôle par BWGI, dans le respect des principes énoncés par le code Afep-Medef (impliquant la présence d'au moins un tiers d'administrateurs indépendants) avec au minimum 3 administrateurs indépendants et le respect des règles usuelles de gouvernance et de gestion des conflits d'intérêts ; BWGI a l'intention de maintenir les mandats des administrateurs en place jusqu'à leur terme, et de maintenir le mandat de président du Conseil d'administration confié à M. Michel Giannuzzi. Ces engagements et/ou intentions figurent dans la Lettre d'Engagement ;*
 - *les termes de la Lettre d'Engagement de BWGI sont détaillés à la Section 1.3 du Projet de Note d'Information.*
- *Le Comité a également relevé, et attire l'attention des actionnaires sur, les caractéristiques spécifiques suivantes de l'Offre :*
- *BWGI étant un actionnaire de référence de la Société représenté au Conseil d'administration, il a déterminé son prix au regard du plan d'affaires à l'élaboration duquel il a assisté et participé ;*
 - *en matière de dividendes, BWGI n'entend pas dévier de la politique de distribution de dividendes de la Société suivie jusqu'à présent, mais a cependant indiqué que cette politique devra être cohérente avec la profitabilité, la génération de trésorerie, la notation de crédit investment grade et les besoins d'investissement de la Société ;*
 - *BWGI indique que les actionnaires bénéficieront d'une liquidité immédiate et d'une prime de 11,9 % sur la base du dernier cours de bourse de clôture de l'action Verallia au 30 janvier 2025 (dernier cours de bourse précédant les rumeurs relatives à l'Offre) et de respectivement 23,2 % et 19,9 % sur les moyennes des cours du dernier mois et des 3 derniers mois pondérés par les volumes précédant cette date ;*
 - *le cabinet Ledouble relève quant à lui :*
 - *par référence à des critères boursiers, que le prix de l'Offre présente des primes sur les cours de bourse des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre, comprises entre 1,4 % et 23,0 %, en fonction des dates et des périodes d'observation ;*
 - *par référence aux méthodes d'évaluation analogique, que le prix de l'Offre présente des primes sur les valeurs issues de l'évaluation analogique par les comparables boursiers, comprises entre 21,5 % et 33,0 % (soit une valeur de l'action s'inscrivant dans une fourchette de 22,5 € à 24,7 €), et une prime de 16,3 % par rapport à la borne basse, et une décote de 5,4 % par rapport à la borne haute de la fourchette d'évaluation obtenue par les transactions comparables (soit une valeur de l'action s'inscrivant dans une fourchette de 25,8 € à 31,7 €), non retraitées des primes de contrôle susceptibles d'avoir été consenties par les acquéreurs ;*
 - *par référence aux méthodes d'évaluation intrinsèque, que le prix de l'Offre présente une décote de 5,3 % sur la valeur centrale de l'action estimée par le cabinet Ledouble selon la méthode des DCF, réduite à 2,9 % en retenant la guidance en ce qui concerne les flux prévisionnels de trésorerie 2025 ; le prix de l'Offre se positionne dans le bas de l'intervalle de valeurs, borné respectivement à 29,8 € et 29,1 € (après prise en compte de la guidance) ;*

le cabinet Ledouble souligne toutefois le caractère ambitieux de la stratégie reflétée par le plan d'affaires pris en compte dans l'estimation de la valeur intrinsèque de l'action et de la sensibilité de cette valorisation aux paramètres d'actualisation et aux hypothèses prévisionnelles retenues ;

- *par référence aux cours cibles publiés par les analystes, le prix de l'Offre présente une décote de 13,7 % par rapport au cours cible moyen, fondé principalement sur la méthode DCF, avant l'annonce du projet d'Offre ; le cabinet Ledouble note toutefois, par rapport à ses propres travaux, des différences d'hypothèses relatives aux taux de marge opérationnelle à long terme, de construction de l'endettement financier net et de calcul de taux d'actualisation ;*
 - *la banque Morgan Stanley, mandatée par le Comité, a conclu dans son avis financier au caractère équitable du prix de l'Offre, d'un point de vue financier ;*
 - *la société Invesco Ltd, deuxième actionnaire de la Société après BWGI, a informé le marché le 25 avril 2025 qu'elle avait cédé le 24 avril 2025 l'essentiel de sa participation (à savoir 11.518.257 actions) au prix de 29,15 euros par action²² ;*
 - *l'Offre est facultative pour les actionnaires de la Société et permet aux actionnaires de la Société qui souhaitent conserver leurs actions de rester au capital, de bénéficier du rendement du titre et d'accompagner le développement de la Société ;*
 - *l'Offre permet ainsi aux actionnaires de bénéficier d'une fenêtre de liquidité immédiate au regard de la liquidité actuelle du titre, à un prix par action représentant une prime de 11,9 % sur le cours de bourse de clôture de l'action Verallia au 30 janvier 2025, et des primes comprises entre 21,5 % et 33,0 % par rapport aux comparables boursiers (selon les calculs du cabinet Ledouble) ;*
 - *les actionnaires qui ne souhaitent pas apporter leurs titres à l'Offre, pour bénéficier des perspectives de la Société et de son profil de rendement, doivent toutefois intégrer le risque de voir la liquidité du marché de l'action de la Société diminuer fortement après l'Offre (le cas échéant réouverte) ; ils doivent également tenir compte du coût possible de refinancement de la Société non pris en charge par BWGI, pouvant s'élever à un maximum de 0,40 euro par action d'après l'estimation du cabinet Ledouble ;*
 - *par ailleurs, l'Offre étant soumise à la procédure normale, elle sera réouverte dans l'hypothèse où elle aurait une suite positive, de sorte que les actionnaires qui n'auraient pas apporté leurs titres pendant la première période d'ouverture de l'Offre disposeront d'une nouvelle opportunité pour apporter leurs actions, notamment au regard du succès de l'Offre à l'issue de sa première période.*
- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Comité relève que :*
- *BWGI a indiqué que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur les salariés de la Société, leurs conditions de travail, leur statut individuel et collectif ou la politique de gestion des ressources humaines de la Société ;*
 - *BWGI s'assurera, pendant une période de trois ans à compter de la première clôture de l'Offre, que les plans d'incitation à long terme et les plans d'actionnariat salarié seront maintenus et poursuivis, conformément à la pratique actuelle et passée ; si le volume moyen d'actions de la Société échangées chaque jour de négociation sur une période d'un mois est inférieur (ou égal) à 0,05 % du capital social de la Société, BWGI collaborera avec le Conseil d'administration de la Société afin de s'assurer qu'un mécanisme de liquidité soit mis en place (directement avec*

²² AMF D&I n°225C0705, 25 avril 2025.

BWGI ou par l'intermédiaire de la Société) au bénéfice des titulaires d'actions issues des plans d'actions gratuites de la Société pour les actions indisponibles concernées (comme cela a été précisé à l'expert indépendant), à un prix qui serait déterminé de façon cohérente avec le prix de l'Offre, conformément aux pratiques usuelles en la matière (notamment par application d'une formule incluant un multiple déterminé sur la base du prix de l'Offre). Le Comité a échangé avec la Société concernant cet accord de principe de BWGI et l'a encouragée à clarifier et fixer la portée et les conditions de ce mécanisme de liquidité, afin que les salariés puissent être informés en temps utile ;

- *il appartiendra au conseil de surveillance du fonds commun de placement d'entreprise (FCPE) mis en place au bénéfice des salariés au sein de la Société de prendre la décision d'apporter, le cas échéant, à l'Offre, les actions détenues par le FCPE, étant précisé que cette décision éventuelle du FCPE ne constitue pas un cas de déblocage anticipé des sommes investies par les salariés dans le FCPE ;*
 - *les salariés détenteurs d'actions auront la possibilité d'obtenir de la liquidité immédiate pour les actions Verallia qu'ils détiennent à un prix par action représentant une prime de 11,9 % sur le cours de bourse de clôture de l'action Verallia au 30 janvier 2025 ;*
 - *les intérêts des titulaires d'actions attribuées gratuitement, y compris ceux dont les actions sont en période de conservation, sont ainsi équitablement préservés ;*
 - *après avoir reçu un rapport du cabinet Syndex, le CEE de Verallia a donné un avis défavorable sur l'Offre, au motif notamment que « ce projet vise principalement un fort rendement financier pour les actionnaires, sans présenter de vision industrielle claire ni de projet stratégique pour l'avenir de l'entreprise » ;*
 - *le Comité note que tant le cabinet Syndex que le CEE ont exprimé des craintes s'agissant de la pression financière supplémentaire qui serait imposée par BWGI à la Société à raison de la dette souscrite par BWGI pour financer l'Offre, notamment en cas de crise. Le cabinet Syndex a toutefois noté que le groupe familial auquel appartient BWGI dispose de moyens financiers propres significatifs. Le Comité a partagé cette préoccupation qui rejoint son analyse selon laquelle une qualité de signature élevée et une capacité d'endettement à des conditions favorables sont des éléments clés de la performance de la Société compte tenu de son activité. A cet égard, le Comité a accueilli avec satisfaction les intentions et engagements de BWGI s'agissant du maintien de la notation de crédit investment grade de la Société, qui répondent donc partiellement aux préoccupations exprimées par le CEE.*
- *Le Comité a par ailleurs pris acte que :*
- *le 23 avril 2025, le Conseil d'administration a décidé ne pas apporter les actions auto-détenues à l'Offre, compte tenu de leur affectation à la couverture des programmes d'actionnariat salarié et des plans d'attribution d'actions de performance du groupe ;*
 - *l'Offre n'aura pas pour conséquence la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ni la radiation des actions de la Société de la cotation sur Euronext Paris et que BWGI s'est engagé à ne pas demander la radiation des actions d'Euronext Paris ou procéder à un retrait obligatoire des actions Verallia à l'issue de l'Offre et pendant une période de trois ans à compter de la première clôture de l'Offre, sauf accord d'un comité ad hoc composé d'administrateurs indépendants.*

En conclusion de quoi :

- *le Comité a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par BWGI et des engagements pris par lui dans son projet de note d'information et dans la Lettre d'Engagement ;*

- le Comité a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et a considéré que l'Offre ne méconnaît pas les intérêts des salariés et s'inscrit dans le plan stratégique de la Société que BWGI déclare soutenir. S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, le Comité note que le prix offert aux actionnaires se situe dans le bas de la fourchette de valorisation intrinsèque, mais est mieux situé dans la fourchette de prix analogique du cabinet Ledouble. Le Comité prend aussi acte de ce que le cabinet Ledouble conclut que le prix de l'Offre est équitable pour les actionnaires. Dès lors, le Comité recommande aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre ;
- le Comité attire l'attention des actionnaires qui ne souhaiteraient pas apporter leurs titres à l'Offre sur le risque de voir la liquidité du marché de l'action de la Société diminuer fortement après l'Offre (le cas échéant réouverte) ;
- à la suite de sa réunion du 25 avril 2025, il recommande au conseil d'administration de se prononcer en ce sens.

Avis motivé du conseil d'administration

Le Conseil d'administration prend acte des travaux du Comité et des recommandations de ce dernier sur l'Offre.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par BWGI, (ii) de la Lettre d'Engagement, aux termes de laquelle, à la demande de la direction de la Société, BWGI a précisé ces objectifs et intentions, notamment en matière de maintien de cotation de Verallia et de son statut investment grade pendant une période de trois ans, et accepté de prendre en charge une partie des coûts de refinancement liés à l'Offre, (iii) des éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs, (iv) des travaux du Comité, (v) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, (vi) du rapport de l'expert-comptable désigné par le CEE, (vii) de l'avis du CEE et (viii) plus généralement, des éléments figurant ci-dessus, **le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, décide, à une majorité de 10 des 11 administrateurs présents ou représentés, M. Sébastien Moynot, représentant de Bpifrance Investissement, s'étant abstenu (étant précisé que M. João Moreira Salles, Mme Marcia Freitas et M. Guilherme Bottura (censeur) ont décidé de ne prendre part ni aux délibérations ni au vote sur l'avis motivé compte tenu de la situation de conflit d'intérêts dans laquelle ils se trouvent) :**

- de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité formulées dans le projet d'avis motivé préparé par le Comité et reproduit ci-dessus ;
- d'émettre, à la lumière des observations, conclusions et recommandations du Comité, un avis favorable sur l'Offre telle qu'elle lui a été présentée, en notant néanmoins que le prix offert aux actionnaires se situe dans le bas de la fourchette de valorisation intrinsèque, mais est mieux situé dans la fourchette de prix analogique du cabinet Ledouble ; de recommander, en conséquence, aux actionnaires de la Société, d'apporter leurs actions à l'Offre ; étant cependant précisé que les autres actionnaires pourront conserver leurs actions et participer au développement de la Société, au rendement et aux perspectives de création de valeur, telles qu'illustrées dans le plan d'affaires à horizon 2027, ce qui suppose dès lors d'assumer les aléas liés à la stratégie qui sera mise en œuvre et d'intégrer le risque de voir la liquidité du marché de l'action de la Société diminuer fortement après l'Offre (le cas échéant réouverte) ;
- de rappeler aux actionnaires qui souhaiteraient conserver leurs actions qu'ils bénéficieront de la réouverture de l'Offre si cette dernière connaît une suite positive, pour prendre ou non la décision de céder leurs actions s'ils estiment à l'issue de l'Offre que la taille du marché et la liquidité sont insuffisantes au regard de leurs critères d'investissement ;
- de prendre acte que la Société n'apportera pas les actions auto-détenues à l'Offre (le cas échéant réouverte) ;

- d’attirer l’attention des salariés bénéficiaires d’actions gratuites indisponibles que la Société entend discuter et clarifier rapidement et en tout état de cause avant la clôture de l’Offre, les termes et la portée du mécanisme de liquidité proposé par BWGI en cas d’illiquidité du marché, et que le résultat de cette négociation sera porté à leur connaissance et à celle du marché ;
- d’approuver le projet de note en réponse de la Société ;
- d’autoriser, en tant que de besoin, le Directeur Général à l’effet de :
 - finaliser le projet de note en réponse relatif à l’Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l’Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
 - préparer, signer et déposer auprès de l’AMF toute la documentation requise dans le cadre de l’Offre ;
 - signer toutes attestations requises dans le cadre de l’Offre ; et
 - plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles dans le cadre de l’Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l’Offre, notamment tout communiqué de presse.

3 PROCÉDURES D’INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITÉ D’ENTREPRISE EUROPÉEN DE LA SOCIÉTÉ

La Société a engagé une procédure d’information et de consultation de son comité d’entreprise européen (« CEEV ») après annonce du projet d’Offre.

Le 9 avril 2025, le CEEV a rendu un avis défavorable sur le projet d’Offre et ses conséquences sociales et environnementales, qui figure en Annexe 1.

4 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Les membres du Conseil d’administration de la Société ont indiqué, conformément à l’article 231-19, 6° du Règlement générale de l’AMF, leur intention d’apporter ou de ne pas apporter leurs actions à l’Offre, comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d’actions détenues à la date de l’avis motivé	Intention d’apport
M. Patrice Lucas	Directeur général	20.750	0
M. Michel Giannuzzi	Président du conseil d’administration	1.115.928	1.048.266
BWGI, représenté par Mr. João Salles	Administrateur	N/A	N/A
BWSA, représenté par Mme. Marcia Freitas	Administrateur	N/A	N/A
Bpifrance Investissement, représenté par Sébastien Moynot	Administrateur	0	0
M. Didier Debrosse	Administrateur	2.000	1.000

Nom	Fonction	Nombre d'actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention d'apport
Mme. Marie-José Donsion	Administrateur	1.000	0
Mme. Virginie Hélias	Administrateur	1.000	0
Mme. Cécile Tandeau de Marsac	Administrateur	2.000	1.000
M. Pierre Vareille	Administrateur	10.000	9.000
M. Xavier Massol	Administrateur représentant les salariés	N/A	N/A
M. Olivier Späth	Administrateur représentant les salariés	N/A	N/A
Mme. Beatriz Peinado Vallejo	Administrateur	5.451	0
M. Guilherme Bottura	Censeur	N/A	N/A

5 INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES

A la date du Projet de Note en Réponse, la Société détient 2.968.796 de ses propres Actions.

Par décision en date du 23 avril 2025, le Conseil d'administration a décidé de n'apporter aucune des actions auto-détenues à l'Offre, celles-ci étant affectées à la couverture des programmes d'actionnariat salarié et des plans d'attribution d'actions de performance du groupe.

6 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux meilleurs pratiques de gouvernance ainsi qu'à l'instruction AMF n°2006-08 et à la recommandation AMF n°2006-15, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Olivier Cretté, a été désigné en qualité d'Expert Indépendant le 19 février 2025 par le Conseil d'administration, sur recommandation du Comité *ad hoc*, afin d'établir un rapport permettant d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 25 avril 2025, est reproduit dans son intégralité en Annexe 2 et fait partie intégrante du Projet de Note en Réponse.

7 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun accord susceptible d'avoir un impact sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

8 ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE

8.1 Structure et répartition du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève, à la date du présent Projet de Note en Réponse, à 408.321.248,14 euros divisés en 120.805.103 actions ordinaires, de trois euros trente-huit centimes (3,38 euros) de valeur nominale, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de la Société et sur la base des dernières informations disponibles, la répartition du capital et des droits de vote de la Société²³ :

Actionnaires	Nombre total d'actions	% du capital	Nombre total de droits de vote théorique	% des droits de vote théorique
Kaon V ²⁴	34.839.565	28,84 %	40.113.169	27,95 %
Invesco Ltd ⁽¹⁾	12.881.699	10,66 %	12.881.699	8,98 %
Bpifrance Participations	9.189.887	7,61 %	18.379.774	12,81 %
Salariés (FCPE Verallia et actionnariat direct)	5.214.294	4,32 %	10.000.336	6,97 %
Actions auto-détenues	2.968.796	2,46 %	2.968.796	2,07 %
Public	55.710.862	46,12 %	59.182.395	41,23 %
Total	120.805.103	100 %	143.526.169	100 %

⁽¹⁾ Invesco a notifié le 25 avril 2025 à l'Autorité des marchés financiers avoir procédé le 24 avril 2025 à la cession de 11.518.257 actions Verallia au prix de 29,15 euros par action et ne plus détenir que 838.103 actions Verallia, soit 0,7% du capital de Verallia.

À la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient, directement ou indirectement, 34.839.565 actions de la Société, soit 28,84% du capital et 27,95% des droits de vote de la Société.

À la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe, à l'exception des Actions Gratuites, aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

8.2.1 Obligation de déclaration des franchissements de seuils

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

²³ Au 31 mars 2025.

²⁴ Il est précisé que ces chiffres incluent les 1.000 Actions et les 2.000 droits de vote que chacune des entités, BWGI et BWSA, détient directement.

de réception, dans un délai de quatre jours de bourse à compter du franchissement de seuil concerné.

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

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

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

8.2.2 Restrictions aux transferts d'actions

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société, les actions ordinaires, nominatives ou au porteur, sont librement négociables, sauf dispositions législatives ou réglementaires contraires.

8.2.3 Droit de vote double

L'article 11 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même titulaire.

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

À la date du Projet de Note en Réponse, aucune clause n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce.

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

Durant les douze (12) derniers mois, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils légaux suivantes :

- Par courrier reçu le 21 mai 2024, la société Amundi Asset Management¹ (91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris), agissant pour le compte du FCPE Verallia dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en hausse, le 15 mai 2024, le seuil de 5% des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte dudit FCPE, 3 647 857 Actions représentant 7 158 262 droits de vote, soit 3,02% du capital et 5,01% des droits de vote de la Société. Ce franchissement de seuil résulte d'une acquisition d'Actions sur le marché ;
- Par courrier reçu le 22 juillet 2024, la société Amundi Asset Management (91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris), agissant pour le compte du FCPE Verallia dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en hausse, le 18 juillet 2024, le seuil de 5% des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte dudit FCPE, 4 080 501 Actions représentant 7 590 906 droits de vote, soit 3,38% du capital et 5,31% des droits de vote de la Société. Ce franchissement de seuil résulte de la fusion-absorption du FCPE Verallia Relais 2024 par le FCPE Verallia ;

- Par courrier reçu le 27 juin 2024, la société Amundi Asset Management1 (91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris), agissant pour le compte du FCPE Verallia dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 25 juin 2024, le seuil de 5% des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte dudit FCPE, 3 638 361 Actions représentant 7 148 766 droits de vote, soit 3,01% du capital et 4,99% des droits de vote de la Société. Ce franchissement de seuil résulte d'une cession d'Actions sur le marché ;
- Par courrier reçu le 12 novembre 2024, la société Invesco Ltd. (Invesco Head Quarters, 1331 Spring Street NW, Suite 2500, Atlanta, Etats-Unis), agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en hausse, le 8 novembre 2024, le seuil de 10% du capital de la Société et détenir 12 222 092 Actions représentant autant de droits de vote, soit 10,12% du capital et 8,54% des droits de vote de la Société.

En outre, la Société a reçu, au cours des douze (12) derniers mois, les déclarations de franchissement de seuil statutaires suivantes en application de l'article L. 233-7 du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants du Règlement Général de l'AMF et de l'article 14 des statuts de la Société :

Date de l'opération	Actionnaire	Nature du franchissement de seuil	Nombre d'actions ou de droits de vote	% du capital et/ou des droits de vote
24/04/2025	BlackRock, Inc.	Franchissement à la hausse du seuil de 2% des droits de vote	2 926 415 actions et droits de vote	2,42% du capital et 2,04% des droits de vote
24/04/2025	Samson Rock Capital LLP	Franchissement à la hausse du seuil de 1% des droits de vote	1 641 922 droits de vote	1,14% des droits de vote
15/04/2025	Samson Rock Capital LLP	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital	1 641 922 actions	1,36% du capital
28/03/2025	Invesco Ltd.	Franchissement à la baisse du seuil de 9% des droits de vote	12 855 930 droits de vote	8,96% des droits de vote
12/03/2025	BlackRock, Inc.	Franchissement à la hausse du seuil de 2 % du capital	2 516 602 actions et droits de vote	2,08% du capital et 1,76% des droits de vote
12/03/2025	Amundi (agissant pour le compte d'OPCVM)	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital	1 188 641 actions	0,98% du capital
26/02/2025	Invesco Ltd.	Franchissement à la hausse du seuil de 9% des droits de vote	12 925 651 droits de vote	9,02% des droits de vote
26/02/2025	Ameriprise Financial Group, Inc.	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital	979 324 actions	0,811% du capital

Date de l'opération	Actionnaire	Nature du franchissement de seuil	Nombre d'actions ou de droits de vote	% du capital et/ou des droits de vote
25/02/2025	Ameriprise Financial Group, Inc.	Franchissement à la baisse du seuil de 2% du capital et de 1 % des droits de vote	1 421 709 actions	0,993% des droits de vote et 1,177% du capital
17/02/2025	Amundi (agissant pour le compte d'OPCVM)	Franchissement à la baisse du seuil de 1% des droits de vote	1 402 068 droits de vote	0,97% des droits de vote
04/02/2025	American Century Investment Management, Inc.	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital	1 237 107 actions	1,02% du capital
17/12/2024	Massachusetts Financial Services Company	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital	1 216 494 actions	1,007% du capital
06/12/2024	T. Rowe Price Associates, Inc.	Franchissement à la baisse du seuil de 1% des droits de vote	1 364 556 droits de vote	0,95% des droits de vote
08/11/2024	Invesco Ltd.	Franchissement à la hausse du seuil de 10% du capital	12 222 092 actions	10,11% du capital
04/11/2024	Caisse des dépôts et consignations (Indirectement – opération de CDC Croissance)	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital (par CDC Croissance)	1 243 094 actions	1,02 % du capital
04/10/2024	T. Rowe Price Associates, Inc.	Franchissement à la hausse du seuil de 1% des droits de vote	1 465 486 droits de vote	1,02% des droits de vote
19/09/2024	BNP Paribas Asset Management Holding	Franchissement à la baisse du seuil de 1% des droits de vote	1 150 972 droits de vote	0,9528% des droits de vote
16/09/2024	Invesco Ltd.	Franchissement à la hausse du seuil de 8% des droits de vote	11 521 260 droits de vote	8,04% des droits de vote
06/08/2024	Invesco Ltd.	Franchissement à la hausse du seuil de 9% du capital	10 878 536 actions	9,00%

Date de l'opération	Actionnaire	Nature du franchissement de seuil	Nombre d'actions ou de droits de vote	% du capital et/ou des droits de vote
02/08/2024	Amundi (agissant pour le compte d'OPCVM)	Franchissement à la baisse du seuil de 2% du capital	2 015 330 actions	1,66% du capital
30/07/2024	Dimensional Fund Advisors LP	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital	1 202 627 actions	0,996% du capital
19/07/2024	Amundi (agissant pour le compte du FCPE Verallia)	Franchissement à la hausse du seuil de 5% des droits de vote	7 590 906 droits de vote	5,3% des droits de vote
15/07/2024	Amundi (agissant pour le compte d'OPCVM)	Franchissement à la baisse du seuil de 2% des droits de vote	2 627 159 droits de vote	1,83% des droits de vote
15/07/2024	T. Rowe Price Associates, Inc.	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital	1 228 294 actions	1,02% du capital
10/07/2024	Amundi (agissant pour le compte du FCPE Verallia)	Franchissement à la hausse du seuil de 3% du capital	7 134 983 actions	3% du capital
09/07/2024	Invesco Ltd.	Franchissement à la hausse du seuil de 7% des droits de vote	10 130 564 droits de vote	7,08% des droits de vote
05/07/2024	Amundi (agissant pour le compte du FCPE Verallia)	Franchissement à la baisse du seuil de 3% du capital	7 133 692 actions	2,99% du capital
26/06/2024	Amundi (agissant pour le compte du FCPE Verallia)	Franchissement à la baisse du seuil de 5% des droits de vote	7,148,766 droits de vote	4,99% des droits de vote
26/06/2024	Dimensional Fund Advisors LP	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital	1 208 394 actions	1,000% du capital
21/06/2024	BNP Paribas Asset Management Holding	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital	1 226 368 actions	1,0152% du capital
14/06/2024	Amundi (agissant pour le compte d'OPCVM)	Franchissement à la hausse du seuil de 2% des droits de vote	2 863 109 droits de vote	2,0% des droits de vote
11/06/2024	Amundi (agissant pour le	Franchissement à la hausse du seuil	2 518 176 actions	2,08% du capital

Date de l'opération	Actionnaire	Nature du franchissement de seuil	Nombre d'actions ou de droits de vote	% du capital et/ou des droits de vote
	compte d'OPCVM)	de 2% du capital		
16/05/2024	Amundi (agissant pour le compte du FCPE Verallia)	Franchissement à la hausse du seuil de 3% du capital et de 5% des droits de vote	7 158 262 actions et droits de vote	3,02% du capital 5,01% des droits de vote

Enfin, depuis le 3 février 2025, l'AMF a publié plusieurs avis d'achats et de ventes réalisés en période d'offre publique en application de l'article 231-46 du Règlement Général de l'AMF. Invesco a notifié le 25 avril 2025 à l'Autorité des marchés financiers avoir procédé le 24 avril 2025 à la cession de 11.518.257 actions Verallia au prix de 29,15 euros par action et ne plus détenir que 838.103 actions Verallia, soit 0,7% du capital de Verallia.

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

L'article 11 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même titulaire.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits au paragraphe ci-dessus.

8.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel lorsque les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Le Groupe dispose d'un Plan d'Epargne Groupe (PEG) pour les sociétés françaises du Groupe et d'un Plan d'Epargne Groupe International (PEGI) pour les sociétés étrangères du Groupe, permettant aux salariés éligibles de participer aux offres réservées aux salariés au travers d'un Fonds Commun de Placement d'Entreprise Verallia, investi en titres Verallia (le « FCPE Verallia »). La gestion du FCPE Verallia est assurée par Amundi Asset Management.

Au 31 mars 2025, le FCPE Verallia détenait 3.965.726 actions, représentant environ 3,28% du capital social et 4,89% des droits de vote de la Société.

Le FCPE Verallia est représenté par un Conseil de surveillance composé de 10 membres, soit 5 représentants des porteurs de parts et 5 représentants du Groupe, désignés par la direction de la Société.

Conformément au règlement intérieur du FCPE Verallia, les droits de vote attachés aux actions de la Société détenues par le FCPE Verallia sont exercés par un ou plusieurs représentants mandatés par le Conseil de surveillance à l'effet de le représenter à l'assemblée générale de la Société. Conformément aux missions qui lui sont attribuées en application de l'article L. 214-165 II du Code monétaire et financier, le Conseil de surveillance décide de l'apport des titres en cas d'offre d'achat.

Le Conseil de surveillance du FCPE Verallia sera appelé à se prononcer sur l'apport des actions qu'il détient à l'Offre après l'ouverture de l'Offre.

8.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

Il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

8.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

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

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration sont décrites à l'article 15 des statuts de la Société.

La Société est administrée par un conseil d'administration de trois membres au moins et de dix-huit au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi.

Le conseil d'administration peut nommer un ou plusieurs censeurs, dans la limite d'un nombre maximum de deux. Les censeurs sont des personnes physiques ou morales, choisies parmi les actionnaires ou en dehors d'eux. La durée des fonctions des censeurs est de trois années sauf démission ou cessation anticipée des fonctions décidée par le conseil. Les modalités d'exercice de la mission des censeurs, en ce compris leur éventuelle rémunération, sont arrêtées par le conseil d'administration. Les censeurs sont rééligibles. Ils sont convoqués aux réunions du conseil d'administration et prennent part aux délibérations avec voix consultative.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués dans les conditions prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur et les statuts de la Société.

La durée des fonctions d'administrateur est de trois (3) ans.

Par exception, l'assemblée générale pourra, pour la mise en place ou le maintien d'un principe de renouvellement échelonné du Conseil d'administration, désigner un ou plusieurs administrateurs pour une durée différente n'excédant pas trois (3) ans ou réduire la durée des mandats d'un ou plusieurs administrateurs en fonction à une durée inférieure à trois (3) ans. Les fonctions de tout administrateur ainsi nommé ou dont la durée du mandat serait modifiée pour une durée n'excédant pas trois (3) ans prendront fin à l'issue de la réunion de l'Assemblée Générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Les administrateurs sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Les administrateurs ne doivent pas être âgés de plus de 75 ans (étant précisé que le nombre d'administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne pourra être supérieur au tiers des administrateurs en fonctions) et sont soumis aux dispositions législatives et réglementaires applicables en matière de cumul des mandats.

Conformément aux dispositions de l'article L. 225-27-1 du Code de commerce, le conseil d'administration comprend un administrateur représentant les salariés. Cet administrateur est désigné par une élection auprès des salariés de la Société et de ses filiales, directes ou indirectes, dont le siège social est fixé sur le territoire français dans les conditions fixées à l'article L. 225-28 du Code de commerce.

Lorsque le nombre de membres du conseil d'administration est supérieur au nombre d'administrateurs mentionné au 1er alinéa de l'article L. 225-27-1-II du Code de commerce, et sous réserve que ce critère soit toujours rempli au jour de la désignation, un second administrateur représentant les salariés est désigné par le Comité d'entreprise européen.

Les administrateurs représentant les salariés sont nommés pour une durée de trois (3) ans expirant à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat. Le mandat des administrateurs représentant les salariés est renouvelable.

En outre, lorsque le rapport présenté annuellement par le Conseil d'administration lors de l'assemblée générale en application de l'article L. 225-102 du Code de commerce établit que les actions détenues par les salariés de la Société, ainsi que par les sociétés qui lui sont liées au sens de l'article L. 225-180 dudit Code, représentent plus de 3% du capital social de la Société, un administrateur représentant les salariés actionnaires est nommé par l'assemblée générale ordinaire, selon les modalités fixées par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur ainsi que par les statuts de la Société.

8.8.2 Règles applicables à la modification des statuts

Conformément à l'article 19 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts. Elle ne peut, toutefois, augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

Elle ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins, sur première convocation le quart des actions ayant droit de vote et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant droit de vote. À défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

Elle statue à la majorité des deux tiers des voix des actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance.

L'assemblée générale extraordinaire ne peut toutefois en aucun cas, si ce n'est à l'unanimité des actionnaires, augmenter les engagements de ceux-ci, ni porter atteinte à l'égalité de leurs droits.

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

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

Il procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Les missions et attributions du Conseil d'administration sont décrits à l'article 3 du règlement intérieur du Conseil d'administration.

Dans le cadre de son organisation interne, le Conseil d'administration a constitué des comités permanents spécialisés²⁵.

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

- l'approbation et/ou la modification du plan d'affaires moyen-terme du Groupe et du budget

²⁵ Un comité d'audit, un comité des nominations, un comité des rémunérations, un comité développement durable et un comité stratégique.

annuel (y compris la politique de couverture du Groupe) ;

- tout investissement (à l'exclusion des acquisitions) excédant le budget annuel du Groupe, pour un montant total supérieur à 10 millions d'euros ;
- toute opération d'acquisition ou de cession d'actifs ou de titres d'un montant supérieur à 10 millions d'euros et la conclusion, la modification ou la résiliation de joint-ventures ou de partenariats représentant plus de 10 millions d'euros de chiffre d'affaires ou d'investissements ;
- toute décision de participer à une activité ne rentrant pas dans le périmètre habituel des activités du Groupe et toute décision d'arrêter ou réduire significativement les activités principales du Groupe ;
- la constitution de sûretés au bénéfice d'un tiers (c'est-à-dire une société extérieure au Groupe), à l'exception (i) des sûretés accordées à des administrations ou entités publiques dans le cadre du cours normal des affaires et/ou conformément à une obligation légale ; (ii) des garanties à consentir dans le cadre des contrats d'approvisionnement en énergie dans la limite d'un montant annuel total de 20 millions d'euros ; (iii) des sûretés accordées au bénéfice de tiers à l'effet de garantir les engagements de la société Verallia Ukraine, dans la limite d'un montant total de 10 millions d'euros ; et (iv) des sûretés accordées au bénéfice de tiers à l'effet de garantir les engagements de la société Rayen Cura, dans la limite d'un montant total de 11 millions d'euros. Concernant les paragraphes (iii) et (iv), il est précisé que les taux de change à utiliser pour le calcul sont les taux de change en vigueur au jour d'émission de chacune des garanties et que les garanties expirées ne doivent pas être prises en compte pour le calcul du montant total ;
- toute décision de participer à un projet ou de conclure tout contrat d'une durée supérieure à 5 ans (y compris les contrats avec des revenus garantis) d'un montant total supérieur à 50 millions d'euros, à l'exception des contrats d'approvisionnement en énergie, pour un montant de 30 millions d'euros par an et d'une durée maximale de 15 ans (soit un montant maximal supérieur à 450 millions d'euros sur 15 ans) et avec des garanties de 2,5 fois le montant annuel du contrat d'achat ou d'approvisionnement (soit un montant maximal de garantie égal à 75 millions d'euros par an) ;
- toute décision de règlement ou d'engagement d'un contentieux d'un enjeu supérieur à 5 millions d'euros ou d'un contentieux ayant un impact significatif sur la réputation du Groupe ;
- toute opération d'endettement supplémentaire d'un montant supérieur à 50 millions d'euros ;
- toutes modifications des statuts de la Société ou des Filiales Importantes (à l'exception des modifications de nature administrative) ; l'expression « Filiales Importantes » désignant toute filiale de la Société dont le chiffre d'affaires consolidé représente, au cours du dernier exercice, plus de 5% du chiffre d'affaires annuel consolidé de la Société ;
- toute fusion/scission/liquidation d'une Filiale Importante, à l'exclusion des réorganisations intra-groupe ;
- toute émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital de la Société, ainsi que toute émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital d'une Filiale Importante, dans chaque cas au profit d'un tiers au Groupe ;
- tout achat ou vente d'actifs immobiliers d'un montant supérieur à 10 millions d'euros ;

- toutes distributions d’un montant supérieur à 5 millions d’euros, à l’exclusion des distributions entre filiales entièrement détenues ;
- tout recrutement, suspension ou révocation du Président-Directeur Général (ou, en cas de dissociation, du Directeur Général), toute modification significative de sa rémunération (y compris en matière de plans de retraite, plans d’intéressement ou de conditions particulières de départ) et la conclusion, la modification ou la résiliation d'un accord avec le Président-Directeur Général (ou, en cas de dissociation, le Directeur Général) ;
- la mise en place ou la modification de plans d’options d’achat ou souscription d’actions ou de plans d’attribution d’actions gratuites de la Société ou de toute société du Groupe (ou de tout autre instrument similaire) au profit des dirigeants et/ou salariés du Groupe ou de certaines catégories d’entre eux ;
- la conclusion ou la modification de tout plan de pension ou toute réorganisation de l’effectif entraînant pour le Groupe un coût total supérieur à 10 millions d’euros ;
- toute modification significative des principes comptables appliqués par les sociétés du Groupe pour l’établissement de leurs comptes, à l’exception des modifications imposées par la loi ou les normes comptables applicables ;
- la nomination, le renouvellement ou la révocation des commissaires aux comptes de la Société ;
- l’acquisition de ses propres actions par la Société ;
- le retrait de la cote de la Société et la cotation d’une société du Groupe ;
- la mise en œuvre de toute procédure d’insolvabilité, de dissolution ou de liquidation (ou toute procédure similaire dans chaque juridiction applicable), à l’égard de la Société ou de ses Filiales Importantes.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts et le règlement intérieur du Conseil d’administration, le Conseil d’administration dispose des délégations et autorisations suivantes accordées par l’assemblée générale des actionnaires du 25 avril 2025 :

Nature de la délégation	Résolution	Durée maximum	Montant nominal maximum
Délégation de compétence au Conseil d’administration en vue d’augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices ou primes ou toute autre somme dont la capitalisation serait admise	18ème	26 mois	82 millions d’euros (soit environ 20 % du capital social)
Délégation de compétence au Conseil d’administration en vue d’augmenter le capital social par émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, d’actions et/ou de titres de capital donnant accès à d’autres titres de capital et/ou donnant droit à l’attribution de titres	19ème	26 mois	206 millions d’euros ⁽¹⁾ (soit environ 50 % du capital social) 750 millions d’euros s’agissant des titres de créance ⁽⁴⁾

Nature de la délégation	Résolution	Durée maximum	Montant nominal maximum
de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre			
Délégation de compétence au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription, d'actions et/ou de titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre avec délai de priorité obligatoire, dans le cadre d'offres au public autres que celles visées à l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier	20ème	26 mois	82 millions d'euros ⁽¹⁾⁽²⁾ (soit environ 20 % du capital social) 750 millions d'euros s'agissant des titres de créance ⁽⁴⁾
Délégation de compétence au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription, d'actions et/ou de titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre avec délai de priorité facultatif, dans le cadre d'offres au public autres que celles visées à l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier ⁽⁶⁾	21ème	26 mois	40 millions d'euros ⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾ (soit environ 10 % du capital social) 750 millions d'euros s'agissant des titres de créance ⁽⁴⁾
Délégation de compétence au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription, d'actions et/ou de titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, dans le cadre d'offres au public visées au 1 de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier	22ème	26 mois	40 millions d'euros ⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾ (soit environ 10 % du capital social) 750 millions d'euros s'agissant des titres de créance ⁽⁴⁾
Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le montant des émissions avec ou sans droit préférentiel de souscription	23ème	26 mois	Limite prévue par la réglementation applicable (à ce jour, 15 % de l'émission initiale) ⁽¹⁾ 750 millions d'euros s'agissant des titres de créance ⁽⁴⁾
Délégation de compétence au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions et/ou de titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès	24ème	26 mois	10 % du capital ⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾ 750 millions d'euros s'agissant des titres de créance ⁽⁴⁾

Nature de la délégation	Résolution	Durée maximum	Montant nominal maximum
à des titres de capital à émettre, en rémunération d'apports en nature			
Autorisation au Conseil d'administration à l'effet d'attribuer gratuitement des actions existantes ou à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, en faveur de certains salariés et mandataires sociaux de la Société et des sociétés lui étant liées	25ème	18 mois	0,5 % du capital social ⁽¹⁾
Délégation de compétence au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription par émission d'actions de la Société réservée aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise	26ème	26 mois	12 millions d'euros ⁽¹⁾⁽⁵⁾ (soit environ 3 % du capital social)
Délégation de compétence au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions avec suppression du droit préférentiel de souscription en faveur d'une catégorie de bénéficiaires déterminée	27ème	18 mois	12 millions d'euros ⁽¹⁾⁽⁵⁾ (soit environ 3 % du capital social)

⁽¹⁾ Le montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de cette délégation s'impute sur le montant du plafond global fixé à 206 millions d'euros du capital s'agissant des augmentations de capital immédiates et/ou à terme.

⁽²⁾ Le montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de cette délégation s'impute sur le montant du sous-plafond fixé à 82 millions d'euros du capital pour les augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription par offres au public (avec délai de priorité).

⁽³⁾ Le montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de cette délégation s'impute sur le montant du sous-plafond fixé à 40 millions d'euros pour les augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription par offres au public (avec ou sans délai de priorité).

⁽⁴⁾ Le montant nominal maximum global des émissions de titres de créance susceptibles d'être réalisées en vertu de cette délégation s'impute sur le montant du plafond global fixé à 750 millions d'euros s'agissant des émissions de titres de créances.

⁽⁵⁾ Plafond global fixé à 12 millions d'euros commun aux augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu des 26ème et 27ème résolutions.

⁽⁶⁾ En ce compris dans le cadre d'une offre publique d'échange initiée par la Société (art. L. 22-10-54 du Code de commerce).

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

8.10.1 Contrat de liquidité

La Société a signé le 20 décembre 2019 avec Rothschild Martin Maurel un contrat AMAFI de liquidité pour l'animation de ses propres actions sur le marché réglementé Euronext Paris. Ce contrat de liquidité est entré en vigueur le 6 janvier 2020, pour une durée initiale de 12 mois renouvelable par tacite reconduction pour des périodes successives de 12 mois. Dans le cadre de sa mise en œuvre, une somme de 2 500 000 euros a été créditée sur le compte de liquidité.

En novembre 2020, un avenant au contrat de liquidité avait été signé afin d'augmenter le montant alloué au compte de liquidité pour un montant de 900 000 €.

Le 21 mars 2024, un nouvel avenant au contrat de liquidité a été signé afin d'augmenter le montant alloué au compte de liquidité pour un montant de 1 600 000 € portant ainsi la somme allouée au

compte de liquidité à 5 000 000 €.

Conformément aux dispositions de l'article 5 de la décision AMF no. 2021-01 du 22 juin 2021 portant sur le renouvellement de l'instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise ce contrat a été suspendu lors de l'entrée en période de pré-offre et le sera jusqu'à la clôture de l'Offre.

8.10.2 Contrat de facilité de crédit syndiqué et contrat de crédit renouvelable

Le 17 avril 2023, la Société a mis en place un crédit syndiqué de 1,1 milliard d'euros sous la forme (le « **Contrat de Crédit Syndiqué** ») :

- d'un prêt à terme (*Term Loan*) d'un montant initial de 550 millions d'euros ; les montants en principal restant dus au titre du prêt à terme au 31 mars 2025 s'élèvent à 200 millions d'euros après remboursement partiel en novembre et décembre 2024 à hauteur de 350 millions d'euros en principal, et
- d'un crédit renouvelable (RCF ou *Revolving Credit Facility*) de 550 millions d'euros (dont un crédit Swingline d'un montant maximum en principal de 50 millions d'euros), non utilisé au 31 mars 2025.

La marge applicable au prêt à terme s'élève à 1,75% au-dessus de l'Euribor, et la marge applicable au crédit renouvelable s'élève à 1,25% au-dessus de l'Euribor. Ces marges peuvent, dans les deux cas, être ajustées conformément aux dispositions du Contrat de Crédit Syndiqué, en fonction de la performance ESG de la Société et du niveau de levier financier (dette nette totale sur EBITDA ajusté).

Par ailleurs, le 5 décembre 2024, la Société a mis en place un crédit renouvelable (RCF ou *Revolving Credit Facility*) d'un montant maximum en principal de 250 millions d'euros (dont un crédit Swingline d'un montant maximum en principal de 25 millions d'euros) (le « **Contrat Crédit Renouvelable** » et ensemble avec le Contrat de Crédit Syndiqué, les « **Contrats de Crédits Existants** »). Le Contrat de Crédit Renouvelable dispose d'une maturité de trois ans qui pourra être prolongée d'une année supplémentaire à deux reprises. La marge applicable au titre du Contrat de Crédit Renouvelable a été initialement fixée à 0,80% au-dessus de l'Euribor, sous réserve d'ajustement à tout moment en fonction de la notation financière à long terme de la Société. La ligne de crédit au titre du Contrat de Crédit Renouvelable n'était pas tirée au 31 mars 2025.

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

Ainsi, en cas de succès de l'Offre, la clause de changement de contrôle susvisée pourrait être déclenchée dès le règlement-livraison de l'Offre et le remboursement anticipé et/ou l'annulation anticipée des Contrats de Crédits Existants pourrait être exigé par les prêteurs dans les conditions susvisées.

Afin de maintenir en place ces financements en cas de réalisation de l'Offre, la Société a initié dès le 24 avril 2025 auprès des prêteurs concernés un processus visant à obtenir d'ici les prochaines semaines par voie d'avenant (les « **Avenants aux Crédits** ») une modification de la clause de changement de contrôle du Contrat de Crédit Syndiqué et du Contrat de Crédit Renouvelable de sorte que, dans l'hypothèse où lesdits avenants seraient acceptés par les prêteurs aux règles de majorité applicables, cette clause ne puisse pas être déclenchée à raison de la réalisation de l'Offre.

Pour anticiper l'hypothèse où le consentement des prêteurs requis au titre des Avenants aux Crédits ne serait pas obtenu, la Société a, le 23 avril 2025 conclu avec un syndicat bancaire une lettre d'engagement (*commitment letter*) prévoyant la mise à disposition d'un financement par la signature sur demande de la

société d'un contrat de crédits « *backstop* » (le « **Contrat de Crédits Backstop** ») afin notamment de refinancer tout ou partie de l'endettement dû aux titres des Contrats de Crédits Existants, comprenant :

- i. un crédit à terme dont les principales caractéristiques sont décrites ci-après (le « **Crédit à Terme** ») ;

Montant maximum	230 000 000 €
Intérêts	Euribor + marge initiale de 0,6% l'an (sous réserve d'un mécanisme d'augmentation de la marge en fonction de la période écoulée depuis la signature du Contrat de Crédits Backstop conformément aux stipulations du Contrat de Crédits Backstop et ne pouvant pas excéder 1,05% l'an)
Période d'intérêts	trois (3) ou six (6) mois
Echéance	1 an à compter de la date de la signature du Contrat de Crédits Backstop

- ii. un crédit renouvelable (incluant une ligne de crédit *swingline* d'un montant maximum en principal de 75 000 000 € (le « **Crédit Swingline** »)) dont les principales caractéristiques sont décrites ci-après (le « **Crédit RCF** » et ensemble avec le Crédit à Terme, les « **Crédits Backstop** ») ; et

Montant maximum	800 000 000 €
Intérêts	Euribor + Marge initiale de 0,6% l'an (sous réserve d'un mécanisme d'augmentation de la marge en fonction de la période écoulée depuis la signature du Contrat de Crédits Backstop conformément aux stipulations du Contrat de Crédits Backstop et ne pouvant pas excéder 1,05% l'an)
Période d'intérêts	un (1), trois (3) ou six (6) mois (ou toute autre période d'intérêt plus courte en ce qui concerne un tirage au titre du Crédit Swingline)
Echéance	1 an à compter de la date de la signature du Contrat de Crédits Backstop

Dans l'hypothèse où tout ou partie des lignes de crédit mises à disposition au titre du Contrat de Crédits Backstop seraient tirées par la Société, la Société entendrait refinancer ces crédits par la mise en place d'un nouveau financement bancaire et/ou obligataire.

8.10.3 Emprunts obligataires Sustainability-Linked et emprunt obligataire senior

Le 14 mai 2021 et le 10 novembre 2021, la Société a émis deux obligations « *sustainability-linked* », en ligne avec les « *Sustainability-Linked Bond Principles* » de l'*International Capital Markets Association* :

- une obligation « *sustainability-linked* » d'un montant en principal de 500 millions d'euros avec

une maturité à 7 ans et portant intérêt au taux fixe de 1,625 % par an (les « **Obligations 2028** ») ; et

- une obligation « *sustainability-linked* » d'un montant en principal de 500 millions d'euros avec une maturité à 10 ans et portant intérêt au taux fixe de 1,875 % par an (les « **Obligations 2031** » et ensemble avec les Obligations 2028, les « **Obligations** »).

Le 4 novembre 2024, la Société a par ailleurs procédé à l'émission d'obligations senior en Euros pour un montant total de 600 millions d'euros d'une maturité de 8 ans assorties d'un taux d'intérêt fixe annuel de 3,875 % (les « **Obligations 2032** »).

En cas de succès de l'Offre, les clauses dites de changement de contrôle prévues par les modalités des Obligations 2028 et des Obligations 2031 seraient déclenchées, dès le règlement-livraison de l'Offre.

En ce qui concerne les Obligations 2032, le droit au remboursement anticipé en cas de changement de contrôle ne serait déclenché que dans l'hypothèse où le changement de contrôle consécutif à la réalisation de l'Offre s'accompagnerait d'un retrait ou d'une baisse sous la notation « *investment grade* » de la notation financière à long terme de la Société par les agences de notation S&P et/ou Moody's (l'« **Evènement relatif à la Notation de la Société** »), étant précisé qu'un Evènement relatif à la Notation de la Société sera réputé ne pas avoir eu lieu, si l'agence de notation concernée ne déclare pas ou ne confirme pas publiquement que cet Evènement relatif à la Notation de la Société résulte, en tout ou partie, du changement de contrôle (effectif ou potentiel).

Il n'apparaît pas à date, et sur la base des échanges de la Société avec les agences de notation S&P et Moody's et de leurs publications respectives, qu'un Evènement relatif à la Notation de la Société pourrait intervenir en lien avec le changement de contrôle qui résulterait de la réalisation de l'Offre.

Le droit au remboursement anticipé en cas de changement de contrôle au titre des Obligations 2032 pourrait toutefois, dans certaines conditions, être déclenché pendant une période jusqu'à 5 mois suivant le règlement-livraison de l'Offre, si un Evènement Relatif à la Notation de la Société survenait durant cette période.

En cas de déclenchement des clauses de changement de contrôle, chaque porteur d'Obligations aurait le droit d'exiger de la Société le rachat de toutes les Obligations qu'il détient à leur valeur nominale majorée des intérêts courus (le « **Put Option** »).

Afin de maintenir en place les Obligations 2028 et 2031 et éviter leur remboursement anticipé, total ou partiel, suite à l'exercice du *Put Option* par les porteurs obligataires, la Société a, le 28 avril 2025, conformément aux dispositions de l'article L.228-65, I du Code de commerce, convoqué les porteurs des Obligations 2028 et des Obligations 2031 en assemblées générales d'obligataires le 13 mai 2025 sur première convocation, et, dans l'hypothèse où le quorum légal de 20% ne serait pas atteint sur première convocation, le 19 mai 2025, afin notamment de soumettre à leur approbation (la « **Consultation des Porteurs Obligataires** ») une proposition de renonciation (*waiver*) au droit de chaque porteur des Obligations 2028 et des Obligations 2031 d'exercer son *Put Option* en cas de changement de contrôle lié à la réalisation de l'Offre.

En outre, dans l'hypothèse où un Evènement relatif à la Notation de la Société surviendrait dans les conditions décrites ci-dessus, la Société pourrait, afin de maintenir en place les Obligations 2032 et éviter leur remboursement anticipé, total ou partiel, suite à l'exercice du *Put Option* par les porteurs obligataires convoquer les porteurs d'Obligations 2032 en assemblée générale d'obligataire afin de soumettre également à leur approbation une proposition de renonciation (*waiver*) au droit de chaque porteur des Obligations 2032 d'exercer son *Put Option* en cas de changement de contrôle et d'Evènement relatif à la Notation de la Société liés à la réalisation de l'Offre.

Un *consent fee* de 0,25% du montant nominal des obligations serait payé par la Société à l'ensemble des porteurs d'Obligations ayant voté dans le cadre de la Consultation des Porteurs Obligataires (qu'ils aient voté ou non en faveur des résolutions présentées) (soit un montant maximum de 2,5 millions d'euros pour

les Obligations 2028 et les Obligations 2031), à condition que le *waiver* ait été accordé par l'assemblée générale des porteurs obligataires concernés.

Dans l'hypothèse où le *waiver* ne serait pas obtenu de la part des porteurs d'Obligations dans le cadre de la Consultation des Porteurs Obligataires, les porteurs des Obligations concernées conserveraient leur droit d'exercer le *Put Option*. Par conséquent, dès le règlement-livraison de la première période de l'Offre (ou, pour les Obligations 2032, jusqu'à 5 mois suivant le règlement-livraison de la première période de l'Offre, si l'Évènement relatif à la Notation de la Société survient après), chaque porteur d'Obligations concerné serait en droit de demander à la Société le remboursement des Obligations qu'il détient, à leur valeur nominale majorée des intérêts courus.

Afin de couvrir le financement du remboursement d'Obligations pour lesquelles le *Put Option* serait exercé, dans l'hypothèse d'un échec, total ou partiel, de la Consultation des Porteurs Obligataires, ou si un Évènement Relatif à la Notation de la Société intervenait postérieurement au règlement-livraison de la première période de l'Offre Publique, sans qu'un *waiver* n'ait pu être obtenu de la part des porteurs d'Obligations 2032, la Société envisage ainsi de conclure un contrat de crédit relais (le « **Contrat de Crédit Relais** ») afin notamment de refinancer l'endettement dû par la Société au titre des Obligations, pour lesquelles le *Put Option* serait exercé, par un crédit à terme dont les caractéristiques sont décrites ci-après (le « **Crédit Relais** ») :

Montant maximum	1 600 000 000 € (pouvant être réduit à 1 000 000 000 € en l'absence de survenance d'un Évènement relatif à la Notation de la Société et de non-déclenchement de la clause de changement de contrôle au titre des Obligations 2032)
Taux d'intérêts	Euribor + marge initiale de 0,6% l'an (sous réserve d'un mécanisme d'augmentation de la marge en fonction de la période écoulée depuis la signature du Contrat de Crédit Relais conformément aux stipulations du Contrat de Crédit Relais et ne pouvant pas excéder 1,85% l'an)
Période d'intérêts	trois (3) ou six (6) mois
Echéance	1 an à compter de la date de la signature du Contrat de Crédit Relais avec deux options d'extension de 180 jours chacune.

Dans l'hypothèse où tout ou partie des lignes de crédit mises à disposition au titre du Contrat de Crédit Bridge seraient tirées par la Société, la Société entendrait refinancer ces crédits par la mise en place d'un nouveau financement bancaire et/ou obligataire.

8.10.4 Programmes d'affacturage

Le Groupe dispose d'un programme d'affacturage pan-européen mis en place initialement en 2015 et notamment augmenté en 2022 pour une durée de 3 ans afin d'être porté à un montant maximum de 500 millions d'euros auprès de Crédit Agricole Leasing et Factoring (CALF). En 2024, la filiale anglaise acquise en 2022 et la filiale italienne acquise en 2024, ont mis en place des programmes d'affacturage.

Les programmes d'affacturage du Groupe avec CALF prévoient une clause de résiliation anticipée au bénéfice de CALF en cas de changement de contrôle de la Société.

La Société a initié dès le 24 avril 2025 auprès de CALF un processus visant à obtenir d'ici les prochaines semaines par voie d'avenant une modification de la clause de changement de contrôle de sorte que, dans

l'hypothèse où ledit avenant serait accepté par CALF, cette clause ne puisse pas être déclenchée à raison de la réalisation de l'Offre.

8.10.5 Contrat de prêt amortissable

La Société a conclu, le 21 mai 2024, un contrat de prêt amortissable auprès de Bpifrance (affiliée de Bpifrance Participations, actionnaire de la Société, et de Bpifrance Investissement, membre du Conseil d'administration). Les montants restants dus par la Société au titre de ce prêt au 31 mars 2025 s'élèvent à 23 millions d'euros.

Le contrat de prêt amortissable prévoit un cas de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle de Verallia, sur demande de Bpifrance intervenant dans les 30 jours calendaires suivant le changement de contrôle.

La Société a initié dès le 24 avril 2025 auprès de Bpifrance un processus visant à obtenir d'ici les prochaines semaines une renonciation (*waiver*) de Bpifrance au droit de demander le remboursement anticipé du prêt en cas de déclenchement de la clause de changement de contrôle en lien avec la réalisation de l'Offre.

8.10.6 Coût estimé du refinancement lié à l'Offre

Le coût total maximal du refinancement du groupe, net des engagements de prise en charge de l'Initiateur, représenterait 0,40 € par action Verallia (voir le paragraphe 6.2 du rapport de l'expert indépendant joint en annexe 2 du présent Projet de Note en Réponse). En outre, au titre de la Lettre d'Engagement, à la demande de la direction de la Société, l'Initiateur s'est engagé à prendre à sa charge une quote-part des coûts exceptionnels auxquels la Société serait exposée dans le cadre du refinancement ou de la renégociation de certains de ces accords de financement existants à raison de l'Offre, à hauteur d'une somme pouvant aller jusqu'à 12,5 millions d'euros en fonction du montant final desdits coûts.

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

La Société a mis en place des accords prévoyant des indemnités pour la cessation des fonctions pour le Directeur Général.

L'indemnité en cas de départ du Directeur Général est d'un montant brut égal au maximum à 150 % de la somme de sa rémunération fixe et variable relative aux douze derniers mois précédant la cessation effective de son mandat. Elle serait due en cas de révocation de son mandat de Directeur Général, sauf en cas de révocation pour faute lourde ou faute grave. Les conditions de performance applicables à cette indemnité de départ sont fondées sur le taux moyen d'atteinte des objectifs relatifs aux critères financiers et RSE de la rémunération variable du Directeur Général au cours des deux dernières années précédant le terme de son mandat, ce taux moyen d'atteinte devant être supérieur ou égal à 70 % pour que l'indemnité de départ soit intégralement payée. Si le taux moyen d'atteinte des objectifs est inférieur à 70 % au cours des deux dernières années précédant le terme du mandat de Directeur Général, aucune indemnité de départ ne sera due.

Le Directeur Général est par ailleurs soumis à un engagement de non-concurrence d'une durée de 12 mois et percevrait à ce titre une indemnité forfaitaire mensuelle égale à 1/12e de 70 % de la somme de sa rémunération fixe et variable relative aux douze derniers mois précédant la cessation effective de son mandat. En cas de cumul de l'application de l'indemnité de départ décrite ci-dessus et de l'indemnité de non-concurrence, le montant cumulé de ces deux indemnités ne pourra pas excéder un montant correspondant à la somme de la rémunération fixe et variable perçue par le Directeur Général au cours

des deux années précédant la cessation effective de son mandat.

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

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur le site internet de Verallia (<https://www.verallia.com/investisseurs/>) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de Verallia au 31 Place des Corolles, Tour Carpe Diem, Esplanade Nord, 92400 Courbevoie.

10 PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

« À ma connaissance, les données du Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Monsieur Patrice Lucas
Directeur Général de Verallia

Annexe 1

Avis du comité d'entreprise européen de Verallia

Avis des représentants du personnel du CEEV sur le projet d'offre publique d'achat (OPA) de BWGI sur Verallia :

Conformément à l'article 7.2 de l'accord du 23 septembre 2016 relatif à la constitution et au fonctionnement du comité européen de Verallia, ainsi qu'à la directive 2009/38/CE, les élus du comité européen ont été consultés concernant le projet de dépôt d'une offre publique d'achat (OPA) volontaire de BWGI sur Verallia S.A. auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Cependant, la procédure de consultation a eu lieu dans des conditions précipitées, avant même que le projet ne soit officiellement déposé auprès de l'AMF. De plus, plusieurs éléments clés manquaient à cette consultation, ce qui empêche les représentants du personnel de se prononcer en toute connaissance de cause. Il est difficile d'émettre un avis éclairé sans les informations essentielles permettant une prise de décision informée. Normalement, le comité de groupe rend son avis après le dépôt de l'offre à l'AMF par son auteur, avec plus d'informations que celles qui ont été fournies dans ce cas.

Après une analyse approfondie de la situation, les élus émettent des réserves sur ce projet pour plusieurs raisons majeures :

1. Stratégie et incertitudes géopolitiques :

L'OPA de BWGI repose sur une stratégie d'expansion visant à augmenter les volumes, mais dans un contexte géopolitique globalement incertain. Les incertitudes économiques et politiques rendent cette approche risquée, voire dangereuse pour l'avenir de Verallia et de ses salariés à moyen et long terme. La solidité de cette stratégie demeure donc fortement sujette à caution.

2. Engagements concernant l'organisation et la politique des ressources humaines :

Bien que BWGI affirme qu'aucun changement organisationnel ou de politique des ressources humaines n'est prévu à la suite de l'OPA, cette promesse semble contradictoire avec l'objectif d'atteindre une majorité au-delà de 50 % du capital. Si aucune modification n'est envisagée, pourquoi chercher à augmenter cette participation ? Il est important de rappeler que

lors de la vente de Verallia à Apollo en 2015, des engagements similaires avaient été pris avant qu'une réorganisation complète de la direction ne survienne en seulement 15 mois.

3. Respect des acquis sociaux des salariés :

Les élus soulignent la nécessité de garantir le respect des droits des salariés, notamment en cas de changements au niveau de la direction. Il est essentiel que les dirigeants respectent les engagements sociaux et maintiennent un véritable dialogue social, fondé sur la transparence et la confiance. Il est également crucial que la politique sociale de Verallia évolue pour protéger les intérêts des employés et garantir leurs droits. Depuis que Verallia est sortie du groupe Saint-Gobain, la pression sur les salariés a augmenté. Aucune garantie n'est donnée concernant le respect des engagements après trois ans. Nous ne savons pas si la prise de contrôle par BWGI améliorera ou détériorera les conditions d'emploi. L'auteur de l'offre table uniquement sur une augmentation des bénéfices dans son business plan, sans apporter de garanties sur les conditions de travail des salariés. Il n'y a donc aucune raison de donner un avis favorable. L'auteur de l'offre affirme vouloir poursuivre la stratégie de la direction actuelle, mais pour le CEE, cette politique constitue une pression trop forte sur les salariés.

4. Dividendes et financement par la dette :

Le CEE souhaite que BWGI s'engage à renoncer au versement de dividendes en cas d'année difficile, comme cela a été le cas lors de la pandémie de COVID-19, où les dividendes n'ont pas été versés en cash. À ce titre, le CEE n'est pas favorable à ce que BWGI finance son OPA par de la dette, même en partie, car cela entraînerait la nécessité de remonter régulièrement des dividendes pour payer les charges d'intérêt, fragilisant ainsi davantage l'entreprise.

5. Maintien des administrateurs salariés :

BWGI propose de maintenir au moins trois membres indépendants au sein du conseil d'administration de Verallia jusqu'à l'Assemblée Générale Annuelle de 2028, tout en prévoyant qu'au moins un tiers des administrateurs soient indépendants. Nous demandons que les deux administrateurs salariés soient maintenus, quel que soit le nombre défini de membres au conseil d'administration.

Conclusion :

Ce projet vise principalement un fort rendement financier pour les actionnaires, sans présenter de vision industrielle claire ni de projet stratégique pour l'avenir de l'entreprise. À qui profitera réellement cette opération si l'ambition industrielle reste invisible ?

L'opération pourrait être financée en grande partie par de la dette, ce qui augmente les risques pour Verallia, surtout dans un contexte économique incertain. En misant sur la dette, l'entreprise se fragilise, dans le seul but de garantir le rendement des actionnaires par le biais des dividendes.

Si BWGI indique vouloir maintenir Verallia en bourse pendant trois ans, rien ne l'empêchera de changer d'avis. Un retrait de la cote reste possible, ce qui réduirait la transparence et limiterait les droits des salariés actionnaires. Que vaudra une promesse dans trois ans, une fois le contrôle acquis ?

Les engagements sociaux restent vagues. Aucune garantie n'est donnée concernant le maintien de l'emploi, des sites ou des conditions de travail.

Pour ces raisons, les représentants du personnel du CEEV émettent donc un avis défavorable sur ce projet d'OPA.

Vote sur le projet d'offre publique d'achat (OPA) de BWGI sur Verallia :

Favorable : 4

Défavorable : 7

Abstention : 2

Paris, 9 avril 2025

Annexe 2

Rapport de l'expert indépendant



Ledouble

VERALLIA

31 Place des Corolles
Tour Carpe Diem, Esplanade Nord
92400 Courbevoie

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



SOMMAIRE

1.	INTRODUCTION	7
1.1.	Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble	8
1.2.	Indépendance et compétence de Ledouble	9
1.3.	Diligences effectuées	9
1.4.	Affirmations obtenues et limites de la Mission	11
1.5.	Plan du Rapport	12
1.6.	Conventions de présentation	12
2.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	13
2.1.	Sociétés prenant part à l'Offre	13
2.2.	Contexte et termes de l'Offre	14
2.3.	Périmètre de l'Offre	15
2.4.	Financement de l'Offre	17
2.5.	Synergies	17
2.6.	Accords et Opérations Connexes	17
3.	PRÉSENTATION DU GROUPE ET DE SON MARCHÉ	19
3.1.	Présentation de Verallia	19
3.2.	Environnement et tendances du marché de l'emballage en verre	22
3.3.	Analyse historique de la performance du Groupe	26
3.4.	Matrice SWOT	34
4.	ÉVALUATION MULTICRITÈRE	35
4.1.	Données structurant l'Évaluation Multicritère	35
4.2.	Méthodes d'évaluation écartées	38
4.3.	Références boursières	38
4.4.	Référence aux transactions intervenues sur le capital de la Société	42
4.5.	Méthodes d'évaluation retenues	42
4.6.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère	51
5.	ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DES ÉTABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS	53
5.1.	Critères et méthodes d'évaluation retenus	53
5.2.	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	53
5.3.	Références boursières	54
5.4.	Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie	54
5.5.	Valorisation analogique par les Comparables Boursiers	55
5.6.	Valorisation analogique par les Transactions Comparables	55
5.7.	Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation	56
6.	ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES	56
7.	OBSERVATIONS FORMULÉES PAR DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	57
8.	SYNTHÈSE	58
9.	CONCLUSION	59
	ANNEXES	60

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

2025-2027 LRP	Données budgétaires et projections financières à l'horizon 2025-2027 – Long-Range Planning
Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre
Action(s)	Action(s) de Verallia
Actions Exclues	Les Actions exclues de l'Offre en raison de leur indisponibilité
Actions Gratuites en Période d'Acquisition	Actions attribuées gratuitement dans le cadre des plans d'AGA intervenus depuis 2023, dont la période d'acquisition expirera après la date de clôture de l'Offre
Actions Gratuites Indisponibles	Actions Gratuites Indisponibles des Dirigeants et Actions Gratuites en Période d'Acquisition
Actions Gratuites Indisponibles des Dirigeants	Actions attribuées gratuitement aux dirigeants du Groupe dans le cadre des Plans d'Actions Gratuites intervenus depuis 2019 et soumises à une obligation de conservation jusqu'à la cession des fonctions de leurs titulaires
Actionnaires	Actionnaires de Verallia dont les titres sont visés par l'Offre
AGA	Plans d'attribution d'Actions gratuites
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif net comptable consolidé
ANR	Actif net réévalué
Assemblée(s) Générale(s)	Assemblée(s) générale(s) des Actionnaires
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
Avis motivé	Avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre
BFR	Besoin en fonds de roulement
bp	Point de base
BWGI	Brasil Warrant Gestão de Investimentos Ltda, société de gestion de Kaon V qui est l'Initiateur de l'Offre
BWSA	Brasil Warrant Administração de Bens e Empresas S.A., actionnaire de contrôle de BWGI
CA	Chiffre d'affaires
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
Capex	<i>Capital Expenditure</i>
Cible	Verallia
CMPV	Cours moyen(s) pondéré(s) par les volumes
Comex	Comité exécutif de la Société

Comité Ad Hoc	Comité au sein du Conseil d'Administration en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant
Communiqué de BWGI du 3 février 2025	Communiqué confirmant la possibilité d'initier une offre publique d'achat volontaire sur les actions Verallia que BWGI ne détient pas, sans intention de retirer la société de la cote
Communiqué de BWGI du 10 Mars 2025	Communiqué confirmant l'engagement de BWGI auprès de Verallia et son intention de déposer une offre publique d'achat volontaire visant les actions de la Société
Communiqué de Verallia du 3 février 2025	Communiqué de la Société en réaction au communiqué de BWGI du 3 février 2025
Communiqué de Verallia du 5 février 2025	Communiqué relatif à la constitution d'un comité ad hoc au sein du Conseil d'Administration
Communiqué de Verallia du 19 février 2025	Communiqué relatif aux résultats annuels 2024 du Groupe
Communiqué de Verallia du 10 mars 2025	Communiqué relatif à la confirmation du projet d'offre publique de BWGI sur les Actions
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Conseils	Conseils juridiques et conseils financiers de la Société et du Comité Ad Hoc, conseil juridique de l'Initiateur
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de Verallia
Conseils de la Société	Conseil juridique (White & Case) et conseil financier (Rothschild & Co) de Verallia
Conseils de l'Initiateur	Conseil juridique (Bredin Prat) et conseil financier (Bank of America Europe DAC (BoFA), Crédit Agricole CIB (CA-CIB) et Lazard) de BWGI
Conseils du Comité Ad Hoc	Conseil juridique (Darrois Villey Maillot Brochier) et conseil financier (Morgan Stanley) du Comité Ad Hoc
Date de Référence	30 janvier 2025
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
DEU	Document d'enregistrement universel
Direction	<i>Management</i> de la Société
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization</i>

EBITDA Ajusté	Résultat opérationnel retraité des dépréciations et amortissements, des coûts liés aux restructurations, des coûts liés aux acquisitions, des effets de l'hyperinflation, des coûts liés aux plans d'actionariat du <i>management</i> , des effets liés aux cessions et risques filiales, des frais de fermeture de sites et d'autres éléments
EBITDA - Capex	EBITDA minoré des Capex
Établissements Présentateurs	Bank of America Europe DAC (BofA) et Crédit Agricole CIB (CA-CIB)
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère de l'Action
Expert Indépendant	Ledouble
FCPE	Fonds commun de placement d'entreprise
FMI	Fonds Monétaire International
Groupe	Société et ses filiales
Guidance	Génération de free cash-flow 2025 d'environ 200 M€ et EBITDA Ajusté 2025 proche de celui de 2024 (soit 842,5 M€ initialement) communiqués au marché lors de la publication des résultats annuels 2024 du Groupe
IDA / IDP	Impôt différé actif / Impôt différé passif
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	Kaon V, compartiment de Kaon Investment Fund ICAV (basé en Irlande) et actionnaire direct à 28,84% de Verallia
Ledouble	Ledouble SAS
Lettre d'Engagement	Lettre d'engagement précisant et complétant les intentions de l'Initiateur à l'issue de l'Offre, adressée par l'Initiateur au Conseil d'Administration le 23 avril 2025
Mécanisme de Liquidité	Mécanisme de liquidité qui serait, dans les conditions décrites dans le Projet de Note d'Information et dans la Lettre d'Engagement, offert aux titulaires d'Actions issues des Plans d'Actions Gratuites de la Société en cas de défaut de liquidité
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
Notes d'Information	Projet de Note d'Information et Projet de Note d'Information en Réponse soumis à l'AMF
OAT	Obligations assimilables du Trésor
Offre	Offre publique d'achat initiée par Kaon V
Offre Réouverte	En cas de succès de l'Offre, cette dernière sera réouverte au plus tard dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre

PAP	Plan d'Amélioration de la Performance
PEGI	Plan d'Épargne de Groupe International
PER	<i>Price Earning Ratio</i>
Période Explicite	Période de prévisions du Plan d'Affaires couvrant la période 2025 à 2027
Période d'Extrapolation	Période d'extrapolation du Plan d'Affaires couvrant la période 2028 à 2029
Plan d'Affaires	Plan d'affaires de la Société établi par la Direction (2025-2027 LRP) et approuvé avec le budget 2025 par le Conseil d'Administration du 4 décembre 2024
Plans d'Actions Gratuites / Plans d'AGA	Plans d'Actions Gratuites attribuées gratuitement aux dirigeants du Groupe depuis 2019
Prix de l'Offre	30,00 € (dividende 2024 de 1,70 € attaché)
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information déposée par l'Initiateur auprès de l'AMF
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse à déposer par la Cible auprès de l'AMF
Q&A	Questions-réponses
RA	Rapport financier annuel
Rapport	Rapport d'expertise indépendante établi par Ledouble
RO	Résultat opérationnel
RSE	Responsabilité sociale des entreprises
SOTP	<i>Sum of the parts</i>
Société	Verallia
Transactions Comparables	Panel d'opérations constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples transactionnels
UGT	Unité génératrice de trésorerie
VE	Valeur d'entreprise
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

1. Introduction

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 19 février 2025 par le conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») de la société Verallia (la « **Société** »), sur proposition du comité *ad hoc* au sein du Conseil d'Administration (le « **Comité Ad Hoc** »)¹, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») dans le cadre du projet d'offre publique d'achat initiée par Brasil Warrant Administração de Bens e Empresas S.A. (« **BWSA** »)² via Brasil Warrant Gestão de Investimentos Ltda (« **BWGI** »), société de gestion de Kaon V (l'« **Initiateur** »), actionnaire direct de la Société³, sur les actions Verallia⁴ non encore détenues par l'Initiateur (l'« **Offre** »).

Le projet d'Offre a fait l'objet de plusieurs communiqués de presse, de la part :

- de l'Initiateur, en date du 3 février 2025⁵ (le « **Communiqué de BWGI du 3 février 2025** ») et du 10 mars 2025⁶ (le « **Communiqué de BWGI du 10 mars 2025** ») ;
- de la Société, en date du 3 février 2025⁷ (le « **Communiqué de Verallia du 3 février 2025** »), du 5 février 2025⁸ (le « **Communiqué de Verallia du 5 février 2025** »), du 19 février 2025⁹ (le « **Communiqué de Verallia du 19 février 2025** ») et du 10 mars 2025¹⁰ (le « **Communiqué de Verallia du 10 mars 2025** »).

BWGI a déposé le 24 avril 2025 auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF) le projet de note d'information de l'Initiateur¹¹ (le « **Projet de Note d'Information** »), préalablement au dépôt du projet de note d'information en réponse de la Société (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** » qui contient le présent rapport.

La mission d'expertise indépendante confiée à Ledouble (la « **Mission** ») consiste à attester le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (l'« **Attestation d'Équité** ») pour les actionnaires de Verallia dont les titres sont visés par l'Offre (les « **Actionnaires** » ou l'« **Actionnaire** » considéré individuellement), au regard des conditions financières de l'Offre résumées dans les communiqués de presse précités et détaillées dans le Projet de Note d'Information, soit, en ce qui concerne le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur pour l'action Verallia (l'« **Action** »), **30,00 €** (dividende 2024 de 1,70 € attaché) par Action (le « **Prix de l'Offre** »).

¹ Conformément à l'article [261-1 III](#) du règlement général de l'AMF.

² BWSA est contrôlée par la famille brésilienne Moreira Salles.

³ BWGI, dont l'actionnaire de contrôle est BWSA, agit en tant que société de gestion de Kaon V, compartiment de Kaon Investment Fund ICAV et actionnaire direct de Verallia.

⁴ À l'exception des actions auto-détenues qui ne seront pas apportées à l'Offre.

⁵ « Communiqué relatif à Verallia », [3 février 2025](#).

⁶ « BWGI confirme son engagement auprès de Verallia et va déposer une Offre Publique d'Achat volontaire visant les actions de la Société », [10 mars 2025](#).

⁷ « Réaction au communiqué de BWGI de ce jour », [3 février 2025](#).

⁸ « Constitution d'un comité ad hoc au sein du Conseil d'administration », [5 février 2025](#).

⁹ « Résultats annuels 2024 : Rentabilité robuste avec une marge d'EBITDA supérieure à 24% dans un marché difficile ; croissance organique des volumes confirmée au T4 », [19 février 2025](#), p. 8-9.

¹⁰ « Confirmation du projet d'offre publique de BWGI sur les actions Verallia, sans retrait de la cote », [10 mars 2025](#).

¹¹ « Projet d'offre publique d'achat visant les actions de la société Verallia initiée par Kaon V », [24 avril 2025](#).

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** »), comportant en conclusion l'Attestation d'Équité, est établi en application de l'article [262-1](#) du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#)¹² et n°[2006-08](#)¹³, ainsi que de la recommandation AMF n°[2006-15](#)¹⁴.

Comme mentionné dans le Communiqué de Verallia du 5 février 2025 ainsi que dans le Communiqué de Verallia du 19 février 2025, et conformément aux dispositions de l'article [261-1](#) III du règlement général de l'AMF, Ledouble a été désigné par le Conseil d'Administration sur proposition du Comité Ad Hoc¹⁵ en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre (l' « **Avis Motivé** »).

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration du 19 février 2025, la Société nous a adressé¹⁶ le même jour une lettre de mission précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les éventuelles situations de conflit d'intérêts identifiées ; cette lettre de mission, figurant en **Annexe 1**, précise que notre désignation entre dans le champ :

- de l'article [261-1](#) I¹⁷ et suivants du règlement général de l'AMF, étant précisé qu'en l'espèce la saisine de l'Expert Indépendant aux termes de l'article [261-1](#) I du règlement général de l'AMF est motivée par l'existence de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'Administration du fait de la présence de représentants de l'Initiateur en son sein et de la détention d'actions de la Société par certains de ses membres ;
- plus spécifiquement des alinéas 2° et 4° de l'article [261-1](#) I du règlement général de l'AMF si des accords et opérations connexes à l'Offre venaient à être conclus ;
- de l'instruction d'application AMF n°[2006-07](#) ; et
- de l'instruction d'application AMF n°[2006-08](#), elle-même complétée de la recommandation AMF n°[2006-15](#).

¹² « Offres publiques d'acquisition ».

¹³ « Expertise indépendante ».

¹⁴ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

¹⁵ Le Comité Ad Hoc est constitué exclusivement d'administrateurs indépendants, en les personnes de Madame Marie-José Donsion, qui le préside, de Monsieur Didier Debrosse et de Monsieur Pierre Vareille.

¹⁶ En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

¹⁷ L'article 261-1 I du règlement général de l'AMF dispose que « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant des parties prenantes à l'Offre, plus particulièrement de la Société, de l'Initiateur et de ses actionnaires, ainsi que des conseils juridiques¹⁸ et financiers¹⁹ de la Société (les « **Conseils de la Société** »), des conseils juridiques²⁰ et financiers²¹ du Comité Ad Hoc (les « **Conseils du Comité Ad Hoc** »), des conseils juridiques²² et financiers²³ de l'Initiateur (les « **Conseils de l'Initiateur** ») et des établissements présentateurs²⁴ de l'Offre (les « **Établissements Présentateurs** »)²⁵.

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, et répondons aux conditions fixées par l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF :

- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) ;
- nous ne sommes jusqu'alors pas intervenus au sein du Groupe, et la fréquence de nos interventions avec les Établissements Présentateurs n'est pas susceptible d'affecter notre indépendance²⁶ ;
- nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains²⁷ et matériels²⁸ nécessaires à sa réalisation.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission figurent en **Annexe 6**.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles [262-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#) et n°[2006-08](#), et de la recommandation AMF n°[2006-15](#) (§ 1.1).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2** et le calendrier d'intervention en **Annexe 3**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

¹⁸White & Case.

¹⁹ Rothschild & Co.

²⁰ Darrois Villey Maillot Brochier.

²¹ Morgan Stanley.

²² Bredin Prat.

²³ Bank of America Europe DAC (BofA), Crédit Agricole CIB (CA-CIB) et Lazard.

²⁴ Bank of America Europe DAC (BofA) et Crédit Agricole CIB (CA-CIB) ; CA-CIB garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

²⁵ La liste des principaux interlocuteurs rencontrés ou/et contactés durant la Mission figure en **Annexe 4**.

²⁶ Les expertises indépendantes publiques que nous avons réalisées sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

²⁷ Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **Annexe 6**.

²⁸ Nos ressources documentaires et bases de données sont mentionnées en **Annexe 5**.

Nos diligences ont consisté :

- d'une part, en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre, des caractéristiques de BWSA, BWGI et de l'Initiateur, des activités et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère du Groupe et de l'Action ainsi qu'en une analyse du Prix de l'Offre par rapport aux résultats de cette évaluation, en vue d'en apprécier le caractère équitable dans le contexte de l'Offre, et au regard des situations de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'Administration (§ 1.1) ;
- d'autre part, à apprécier l'incidence des éléments susceptibles d'être assimilés à des accords et opérations connexes à l'Offre au sens des alinéas 2° et 4° de l'article [261-1](#) I du règlement général de l'AMF (les « **Accords et Opérations Connexes** »), susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre (§ 1.1).

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec le *management* de la Société (la « **Direction** »), les membres du Comité Ad Hoc et du Conseil d'Administration, ainsi que les représentants de l'Initiateur, des conseils des parties prenantes²⁹ (ensemble les « **Conseils** ») et des Établissements Présentateurs, ont porté notamment sur :

- la prise de connaissance de la stratégie du Groupe, de son positionnement sur les marchés cibles et de son environnement concurrentiel, afin d'appréhender les opportunités et les menaces et les enjeux sectoriels auxquels il est confronté ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées et de la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière, concernant la Société et le Groupe³⁰, utile à nos travaux ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en assemblée générale antérieurement au projet d'Offre ;
- l'analyse des performances et des investissements historiques du Groupe à l'appui des données comptables et de gestion disponibles et en fonction des secteurs opérationnels ainsi que des unités génératrices de trésorerie définies et suivies par la direction du Groupe sur la base de l'organisation industrielle et des pays d'implantation ;
- la consultation de notre documentation sectorielle ainsi que des extractions de nos bases de données financières³¹ relatives à la Société et aux autres acteurs du marché sur lequel elle est positionnée, ainsi qu'aux multiples de valorisation par des comparables boursiers et des comparables transactionnels ;
- la lecture des communiqués de presse et des présentations de la Société au marché ;

²⁹ Conseil juridique de l'Initiateur, conseil juridique et conseil financier de la Société, conseil juridique et conseil financier du Comité Ad Hoc.

³⁰ Dont le Document d'Enregistrement Universel (« **DEU** ») 2024, ainsi que plus largement les informations comptables et financières disponibles depuis l'introduction en bourse de la Société en 2019.

³¹ *Bloomberg* et *S&P Capital IQ*.

- l'examen approfondi, en relation avec nos interlocuteurs, des dernières données budgétaires et projections financières établies selon les procédures habituelles en vigueur au sein du Groupe (le « **2025-2027 LRP**³² ») et approuvées par le Conseil d'Administration, d'une part ; la mise en perspective de ces prévisions avec les informations sectorielles, ainsi que les prévisions antérieures établies par la direction du Groupe³³, en comparaison des réalisations, d'autre part ;
- l'analyse de l'historique du cours de l'Action depuis son introduction en bourse en 2019 ainsi que des événements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution ;
- le relevé des cours moyens pondérés par les volumes de l'Action sur une moyenne période antérieure à l'annonce du Projet d'Offre³⁴ ;
- l'examen des notes les plus récentes³⁵ des analystes en charge du suivi de l'Action et du consensus qui s'en dégage concernant la valeur de l'Action ;
- l'appréciation du Prix de l'Offre au regard de notre évaluation multicritère de l'Action, ainsi que de l'analyse de sensibilité des résultats de cette valorisation aux hypothèses clés de la direction du Groupe ainsi qu'aux paramètres de marché et d'évaluation ;
- la comparaison des travaux d'évaluation menés par les Établissements Présentateurs avec notre valorisation multicritère ;
- la prise de connaissance des modalités de financement de l'Offre ;
- l'étude des éléments assimilables à des Accords et Opérations Connexes, au sens du 2° et du 4° de l'article [261-1](#) I du règlement général de l'AMF ;
- la lecture d'ensemble du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse (les « **Notes d'Information** ») soumis à l'AMF en vue de l'obtention de la décision de conformité du projet d'Offre ;
- en conclusion, l'appréciation des conditions financières³⁶ de l'Offre au vu de la valorisation multicritère de l'Action, ainsi que des éléments assimilables à des Accords et Opérations Connexes.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu auprès de la Direction et des représentants de l'Initiateur confirmation des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission pour l'établissement du Rapport.

³² Long-range planning.

³³ En ce comprises les projections retenues pour les tests de dépréciation des actifs au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2024.

³⁴ Par référence au 30 janvier 2025, comme mentionné ci-après.

³⁵ Antérieurement et postérieurement à l'annonce du projet d'Offre, que nous avons considérée comme implicite à compter du vendredi 31 janvier 2025, en relation avec les rumeurs à cette date sur l'éventualité d'une offre publique d'achat ; nous avons par conséquent pris comme référence la clôture de la journée de bourse du jeudi 30 janvier 2025 pour analyser le cours de l'Action avant l'annonce du projet d'Offre.

³⁶ Aux termes de l'article [262-1](#) I du règlement général de l'AMF, « l'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. [...]. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité ».

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs étaient fiables et transmises de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'Avis Motivé qu'il rendra sur l'Offre. L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la Note d'Information en Réponse dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- les parties à l'Offre ainsi que le contexte et les modalités de sa réalisation (§ 2) ;
- l'environnement, les activités et les performances du Groupe (§ 3) ;
- nos travaux d'évaluation de l'Action (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Action par les Établissements Présentateurs (§ 5) ;
- l'examen des opérations liées à l'Offre (§ 6) ;
- les observations formulées par des Actionnaires (§ 7) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 8) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 9).

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€) ;
- milliards de dollars (Md\$).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version numérique du Rapport.

2. Présentation de l'Offre

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1. Cible

Verallia est une société anonyme de droit français sise 31, place des Corolles, Tour Carpe Diem, Esplanade Nord, à Courbevoie (92400) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Nanterre sous le numéro 812 163 913. Son capital s'établit à 408.321.248,14 € et se compose de 120.805.103 Actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 3,38 €, représentatives de 143.526.169 droits de vote théoriques (§ 2.3.1).

Les Actions Verallia sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché Euronext Paris³⁷.

À la date de l'annonce de l'Offre, le capital de la Société était réparti principalement entre BWSA (28,84%), Invesco Ltd (10,24%), Bpifrance Participations (7,61%) et le public (46,48%), le solde du capital étant constitué des actions détenues par les salariés (FCPE Verallia et actionnariat direct) (4,37%) et des actions d'auto-détention (2,56%) (§ 2.3.1)³⁸.

Née de la scission opérée en 2015 par Saint-Gobain au sein de ses activités, la Société est l'entité faitière du Groupe, leader européen et troisième producteur mondial de l'emballage en verre pour les boissons et les produits alimentaires. Avec plus de 16 milliards de bouteilles et pots en verre produits annuellement pour approvisionner 10.000 clients de toutes tailles, le Groupe, présent à l'échelle mondiale dans une douzaine de pays, dispose d'un outil industriel de 35 usines verrières et compte un effectif de 11.000 collaborateurs.

2.1.2. Initiateur

BWGI, présent au capital de Verallia depuis son introduction en bourse en 2019, est une société brésilienne d'*asset management* fondée en 2008 et contrôlée par BWSA, holding brésilienne de la famille Moreira Salles et investisseur de long terme opérant en partenariat avec des entreprises leader dans divers secteurs d'activité³⁹, via plusieurs véhicules d'investissement, parmi lesquels **Kaon V**, compartiment de Kaon Investment Fund ICAV (basé en Irlande) et actionnaire direct à 28,84% de Verallia (§ 2.1.1 et § 2.3.1).

Dans le cadre de l'Offre, BWGI et BWSA agissent de concert avec Kaon V en sa qualité d'Initiateur.

Au travers de ses affiliés⁴⁰, BWGI est également le premier actionnaire de la société Elis SA⁴¹, également cotée sur le compartiment A du marché Euronext Paris.

³⁷ ISIN : FR0013447729, mnémonique : VRLA.

³⁸ Depuis lors, la structure capitalistique de la Société n'a pas fondamentalement évolué (§ 2.3.1).

³⁹ Agriculture, distribution, industrie, produits de consommation, ressources naturelles, services commerciaux et services financiers.

⁴⁰ Kaon E, compartiment de Kaon Investment Fund ICAV.

⁴¹ Leader européen des prestations de location-entretien de linge plat, de vêtements de travail et d'équipements d'hygiène et de bien-être.

2.2. Contexte et termes de l'Offre

2.2.1. Contexte et objectifs de l'Offre

Comme mentionné dans le Communiqué de BWGI du [10 mars 2025](#) :

- l'Offre vise à permettre à l'Initiateur de renforcer sa participation dans le capital de Société pour en prendre le contrôle, sans intention de la retirer de la cote dans un délai de trois ans suivant la clôture de l'Offre, même si les conditions légales et réglementaires pour sa mise en œuvre étaient réunies⁴² ; le siège de Verallia et son centre de décision resteront donc en France ;
- l'objectif de BWGI, « alignée avec la vision et l'ambition de l'équipe de direction et du Conseil d'administration de Verallia », consiste à « renforcer la position de leader du Groupe pour créer le leader mondial du matériau d'emballage durable, grâce au savoir-faire industriel de ses équipes, à son excellence opérationnelle et à une politique de croissance externe disciplinée » ;
- la politique financière et d'endettement du Groupe ne sera pas modifiée⁴³.

Dans ce contexte, les Actionnaires ne souhaitant pas apporter leurs Actions à l'Offre seront libres de les conserver à l'issue de l'Offre.

⁴² Projet de Note d'Information, § 1.2.6 « Intentions en matière de retrait obligatoire », p. 10 : « L'Initiateur n'a pas l'intention de demander un retrait obligatoire (i) à l'issue de l'Offre (même si les conditions légales et réglementaires pour la mise en œuvre d'un tel retrait obligatoire étaient réunies) ni (ii) selon les conditions indiquées à la Section 1.3 dans un délai de trois ans suivant la clôture de l'Offre. À l'issue de l'Offre, Verallia restera donc une société cotée sur Euronext Paris » ; aux termes du Projet de Note d'Information, § 1.3 « Lettre d'engagement », p. 11, ces intentions en matière de retrait obligatoire sont complétées par la lettre d'engagement adressée par l'Initiateur au Conseil d'Administration en date du 23 avril 2025, qui prévoit, parmi les engagements pris par l'Initiateur à l'égard de la Société, de « maintenir la cotation des Actions sur Euronext Paris (étant précisé que l'Initiateur se réserve la possibilité de revenir sur cet engagement en cas de projet stratégique alternatif qui ferait l'objet d'un avis favorable rendu par un comité ad hoc du Conseil d'administration de la Société composé d'administrateurs indépendants) ; dans ce cadre de maintien de la cotation, l'Initiateur : (a) n'a pas l'intention de procéder à des acquisitions d'Actions qui auraient pour objectif de faire franchir à l'Initiateur les seuils permettant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ; (b) s'engage à informer le Conseil d'administration de la Société en amont de la mise en œuvre d'opérations qui auraient pour effet une augmentation substantielle de la participation de l'Initiateur au capital de la Société ; et (c) s'engage pour une durée d'un an à compter de la clôture de l'Offre à ne pas mettre en œuvre, sans l'accord d'un comité ad hoc du Conseil d'administration de la Société composé d'administrateurs indépendants, de telles augmentations substantielles de la participation de l'Initiateur au capital de la Société ».

⁴³ Projet de Note d'Information, § 1.2.1 « Stratégie industrielle, commerciale et financière », p. 9 : « L'Initiateur a l'intention de maintenir en vigueur la notation de crédit de la Société (statut investment grade) et de ne pas modifier sa politique financière et d'endettement en vigueur, étant précisé que les conditions macro-économiques pourraient néanmoins impacter la notation de crédit de la Société » ; § 1.3 « Lettre d'engagement », p. 11 ; parmi les engagements de l'Initiateur figure celui de « s'engager à ne prendre, au niveau de la Société, aucune décision qui aurait pour conséquence directe de faire perdre à la Société le statut investment grade (notamment s'agissant du maintien du niveau de levier actuel au niveau du Groupe), sauf avis favorable rendu par un comité ad hoc du Conseil d'administration de la Société composé d'administrateurs indépendants ».

2.2.2. Termes de l'Offre

Le Prix de l'Offre s'établit à 30,00 € (dividende 2024 de 1,70 € attaché⁴⁴).

L'Offre ne sera soumise à aucun seuil de réussite autre que le seuil réglementaire de caducité de 50% du capital ou des droits de vote⁴⁵ ; elle sera entièrement rémunérée en numéraire.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale⁴⁶, et ouverte pendant une période d'au moins 25 jours de négociation ; en cas de succès, l'Offre sera réouverte au plus tard dans les 10 jours suivant la publication du résultat définitif de l'Offre⁴⁷, pendant en principe 10 jours de négociation (l' « **Offre Réouverte** »).

2.3. Périmètre de l'Offre

2.3.1. Répartition du capital et des droits de vote⁴⁸

Le Projet de Note d'Information fait état de la répartition du capital et des droits de vote théoriques suivante⁴⁹, sur la base d'un capital composé de 120.805.103 Actions représentant 143.526.169 droits de vote théoriques⁵⁰, dont 34.839.565 Actions détenues par l'Initiateur⁵¹, représentant 40.113.169 droits de vote :

⁴⁴ Le Prix de l'Offre de 30 € s'entend avant détachement du dividende ordinaire de 1,70 € par Action au titre de l'exercice 2024, dont la distribution est soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires de Verallia qui se tiendra le 25 avril 2025 ; en conséquence, après détachement du dividende 2024, le Prix de l'Offre s'établira à 28,30 € par Action. Le dividende à distribuer sera détaché de l'Action le 13 mai 2025 et sera mis en paiement le 15 mai 2025.

Par ailleurs, toute autre distribution de dividendes, d'acomptes sur dividendes, de réserves, de primes ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature) décidée par la Société, ou tout amortissement ou réduction de son capital social, dont la date de détachement ou de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte) donnera lieu à un ajustement à la baisse, à l'euro l'euro, du Prix de l'Offre, étant précisé que dans l'hypothèse où l'opération aurait lieu entre la date de règlement-livraison de l'Offre (exclue) et la date de règlement-livraison de l'Offre Réouverte (incluse), seul le prix de l'Offre Réouverte sera ajusté.

⁴⁵ Conformément à l'article [231-9](#) I du règlement général de l'AMF.

⁴⁶ Conformément aux articles [232-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF.

⁴⁷ Conformément à l'article [232-4](#) du règlement général de l'AMF.

⁴⁸ Projet de Note d'Information, § 1.1.2 « Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note d'Information », p. 8.

⁴⁹ Par référence à la répartition du capital et des droits de vote au [31 mars 2025](#). Invesco a déclaré le 25 avril 2025 à l'AMF ne plus détenir que 838.103 Actions, soit 0,69% du capital de la Société.

⁵⁰ Conformément à l'article [231-1](#) du règlement général de l'AMF, le nombre de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce comprises celles privées de droits de vote. En outre, en vertu des dispositions statutaires, un droit de vote double est attribué au profit des actions entièrement libérées ayant fait l'objet d'une détention au nominatif par un même titulaire pendant une durée minimale de deux ans au moins ; pour le calcul de cette durée de détention, il n'est pas tenu compte de la durée de détention des actions de Verallia précédant la date d'admission des actions Verallia aux négociations sur le marché Euronext Paris.

⁵¹ L'Initiateur détient directement 34.837.565 Actions et 40.109.169 droits de vote ainsi que, par assimilation, 2.000 Actions et 4.000 droits de vote détenus, à parité, par BWSA et BWGI qui agissent de concert avec l'Initiateur.

Répartition du capital et des droits de vote

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Kaon V	34 839 565	28,84%	40 113 169	27,95%
Invesco	12 881 699	10,66%	12 881 699	8,98%
Bpifrance Participations	9 189 887	7,61%	18 379 774	12,81%
Salariés (FCPE Verallia et actionnariat direct)	5 214 294	4,32%	10 000 336	6,97%
Flottant	55 710 862	46,12%	59 182 395	41,23%
Auto-détention	2 968 796	2,46%	2 968 796	2,07%
Total	120 805 103	100,0%	143 526 169	100,0%

Source : Société

À l'exception des Actions attribuées gratuitement dans le cadre des plans d'AGA intervenus depuis 2023, dont la période d'acquisition expirera après la date de clôture de l'Offre, et le cas échéant de l'Offre Réouverte (§ 2.3.2), il n'existe aucun instrument dilutif.

2.3.2. Périmètre de l'Offre⁵²

Le Projet de Note d'Information délimite comme suit le périmètre de l'Offre.

Parmi les Actions en circulation, les Actions suivantes sont exclues de l'Offre en raison de leur indisponibilité (les « **Actions Exclues** ») :

- 102.407 Actions attribuées gratuitement aux dirigeants du Groupe⁵³ dans le cadre des plans d'AGA intervenus depuis 2019 (les « **Plans d'Actions Gratuites** »), dont la période d'acquisition a expiré⁵⁴, sont indisponibles en raison des dispositions de l'article [L. 225-197-1 II](#) du Code de commerce, aux termes desquelles le Conseil d'Administration a imposé à leurs détenteurs une obligation de conservation de leurs Actions jusqu'à la cession de leurs fonctions (les « **Actions Gratuites Indisponibles des Dirigeants** ») ;
- 592.012 Actions détenues par des salariés du Groupe dans certains pays, dans le cadre d'un plan d'épargne de groupe international (PEGI)⁵⁵, sont soumises à un délai d'indisponibilité de cinq ans prévu par l'article [L. 3332-25](#) du Code du travail, qui n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre ;
- 2.968.796 Actions auto-détenues, que le Conseil d'Administration a décidé de ne pas apporter à l'Offre.

Le nombre d'Actions Exclues s'établit ainsi à 3.663.215.

⁵² Projet de Note d'Information, § 2.3 « Nombre et nature des actions visées par l'Offre », p. 13.

⁵³ Mandataires sociaux : 72.387 Actions (représentant 30% des Actions Gratuites qui leur ont été attribuées) ; Membres du Comex : 30.020 Actions (représentant 20% des Actions Gratuites qui leur ont été attribuées).

⁵⁴ Le nombre total d'Actions acquises à ce jour dans le cadre des plans d'AGA intervenus depuis 2019 s'élève à 965.664 Actions Gratuites.

⁵⁵ Le PEGI porte sur un nombre total de 926.307 Actions, dont 334.295 Actions sont librement cessibles d'ici à la clôture de l'Offre et 592.012 Actions sont soumises à un délai d'indisponibilité de cinq ans.

En conséquence, en tenant compte des 34.839.565 Actions détenues par l'Initiateur, ainsi que des 3.663.215 Actions Exclues, l'Offre porte sur un nombre total maximum d'Actions de **82.302.323 Actions**⁵⁶ :

Ne seront pas non plus apportées à l'Offre les 905.595 Actions attribuées gratuitement dans le cadre des plans d'AGA intervenus depuis 2023, dont la période d'acquisition expirera après la date de clôture de l'Offre, et le cas échéant de l'Offre Réouverte (les « **Actions Gratuites en Période d'Acquisition** ») :

- Plan 2023-2025 : 248.150 Actions ;
- Plan 2024-2026 : 277.650 Actions ;
- Plan 2025-2027 : 379.795 Actions⁵⁷.

2.4. Financement de l'Offre⁵⁸

Le montant total devant être payé par l'Initiateur, hors frais et commissions liés à l'Offre, s'établit à 2.469.069.690 €⁵⁹.

L'Offre sera financée par voie de tirage sur un crédit relais (*Bridge Facility*) d'un montant maximum en principal de 2.550.000.000 € d'une durée maximum de douze mois à compter de la date du premier tirage, et qui a vocation à être refinancé sur les fonds propres du groupe BWSA.

2.5. Synergies⁶⁰

Compte tenu de son profil et de celui de BWSA et BWGI, dont les activités d'*asset management* s'exercent dans de nombreux secteurs (§ 2.1.2), l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société après la réalisation de l'Offre.

2.6. Opérations liées à l'Offre⁶¹

Dans le cadre de l'Offre, et aux termes d'une lettre d'engagement adressée au Conseil d'Administration en date du 23 avril 2025 (la « **Lettre d'Engagement** »), l'Initiateur a précisé et complété ses intentions à l'issue de l'Offre, et pris certains engagements à l'égard de la Société sous réserve du succès de l'Offre, énumérés dans le Projet de Note d'Information.

⁵⁶ Nombre total d'Actions : 120.805.103 - Nombre d'Actions détenues par l'Initiateur : 34.839.565 - Nombre d'Actions Exclues : 3.663.215.

⁵⁷ Ou 410.287 Actions en cas de surperformance de l'objectif de création de valeur théorique tel que défini dans le DEU [2024](#), p. 289 ; l'allocation cible du Plan 2025-2027 s'établit à 379.795 Actions (§ 4.1.3). Ces Actions ont été attribuées le 19 février 2025.

⁵⁸ Projet de Note d'Information, § 2.13 « Financement de l'Offre », p. 22.

⁵⁹ Nombre d'Actions visées par l'Offre : 82.302.323 Actions (§ 2.3.2) x Prix de l'Offre : 30,00 € (§ 2.2.2).

⁶⁰ Projet de Note d'Information, § 1.2.5 « Synergies – Gains économiques », p. 10.

⁶¹ Projet de Note d'Information, § 1.3 « Lettre d'engagement », p. 11-12.

Parmi ces engagements, nous avons relevé les dispositions suivantes, de nature financière, assimilables à des accords et opérations sinon connexes au sens des alinéas 2° et 4° de l'article [261-1](#) I inclus dans notre saisine (§ 1.1), du moins liées à l'Offre, s'agissant d'engagements unilatéraux :

- collaboration de l'Initiateur avec le Conseil d'Administration afin d'assurer qu'un mécanisme de liquidité soit mis en place au bénéfice des détenteurs d'Actions issues des Plans d'Actions Gratuites pour les Actions concernées, en cas de défaut de liquidité caractérisé par un volume moyen d'Actions échangées chaque jour de négociation sur une période d'un mois inférieur (ou égal) à 0,05%⁶² du capital social de Verallia (le « **Mécanisme de Liquidité** ») ; le Mécanisme de Liquidité, qui serait mis en place directement avec l'Initiateur ou par l'intermédiaire de la Société, permettrait aux détenteurs d'Actions issues des Plans d'Actions Gratuites, après la clôture de l'Offre Réouverte, et en cas de survenance du défaut de liquidité susmentionné, de bénéficier d'une liquidité pour ces Actions, à un prix qui serait le cas échéant déterminé en cohérence⁶³ avec le Prix de l'Offre ;
- prise en charge par l'Initiateur d'une quote-part des coûts exceptionnels auxquels la Société serait exposée dans le cadre du refinancement ou de la renégociation de certains de ses accords de financement existants à raison de l'Offre (*i.e.* liés au changement de contrôle) à hauteur d'une somme plafonnée à 12,5 M€ en fonction du montant final de ces coûts.

Ces opérations sont commentées *infra* (§ 6).

Le Projet de Note d'Information ne fait pas état d'engagement d'apport à l'Offre et il ne nous en a pas été signalé.

⁶² Sur la base des volumes tels que reflétés par les données Bloomberg « European Composite ».

⁶³ Notamment par application d'une formule incluant un iso-multiple déterminé sur la base du Prix de l'Offre.

3. Présentation du Groupe et de son marché⁶⁴

Nous présentons succinctement les activités du Groupe (§ 3.1) et son environnement (§ 3.2), ainsi que ses performances historiques et sa structure bilancielle (§ 3.3).

Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 3.4), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

3.1. Présentation de Verallia

3.1.1. Historique du Groupe

Verallia est une entreprise française spécialisée dans la production d'emballages en verre pour les boissons et les produits alimentaires. Le chiffre d'affaires du Groupe le positionne au rang de troisième producteur mondial et de premier producteur en Europe sur ce marché. En Amérique latine (Argentine, Brésil, Chili), il occupe la deuxième place en termes de volumes vendus.

Fondée au XIX^{ème} siècle, Verallia a longtemps été une filiale du groupe Saint-Gobain avant de devenir indépendante en 2015, à la suite de sa cession au fonds Apollo Global Management et à Bpifrance.

Présent principalement en Europe et en Amérique latine, le Groupe exploite actuellement 35 sites de production⁶⁵ répartis dans 12 pays⁶⁶ (§ 3.1.2) ; en majorité, les pays concernés sont dotés de centres de traitement du verre cassé (calcin)⁶⁷.

En complément de son développement par croissance organique, reposant sur la modernisation de ses sites, l'amélioration des procédés de fabrication et le développement de solutions d'éco-conception⁶⁸, Verallia mise sur une stratégie de croissance externe ciblée pour renforcer son positionnement sur des marchés clés, comme en témoignent les récentes acquisitions d'Allied Glass au Royaume-Uni en 2022⁶⁹ et des activités verrières de Vidrala situées à Corsico, près de Milan, en 2024⁷⁰.

Les titres de la Société ont été admis en 2019 aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (§ 2.1.1).

⁶⁴ Nos sources documentaires sectorielles figurent en **Annexe 5**.

⁶⁵ Le niveau d'équipement s'avère variable selon les sites de production (certains d'entre eux étant mono-four).

⁶⁶ Allemagne, Argentine, Brésil, Chili, Espagne, France, Italie, Îles Canaries, Portugal, Royaume-Uni, Russie, Ukraine.

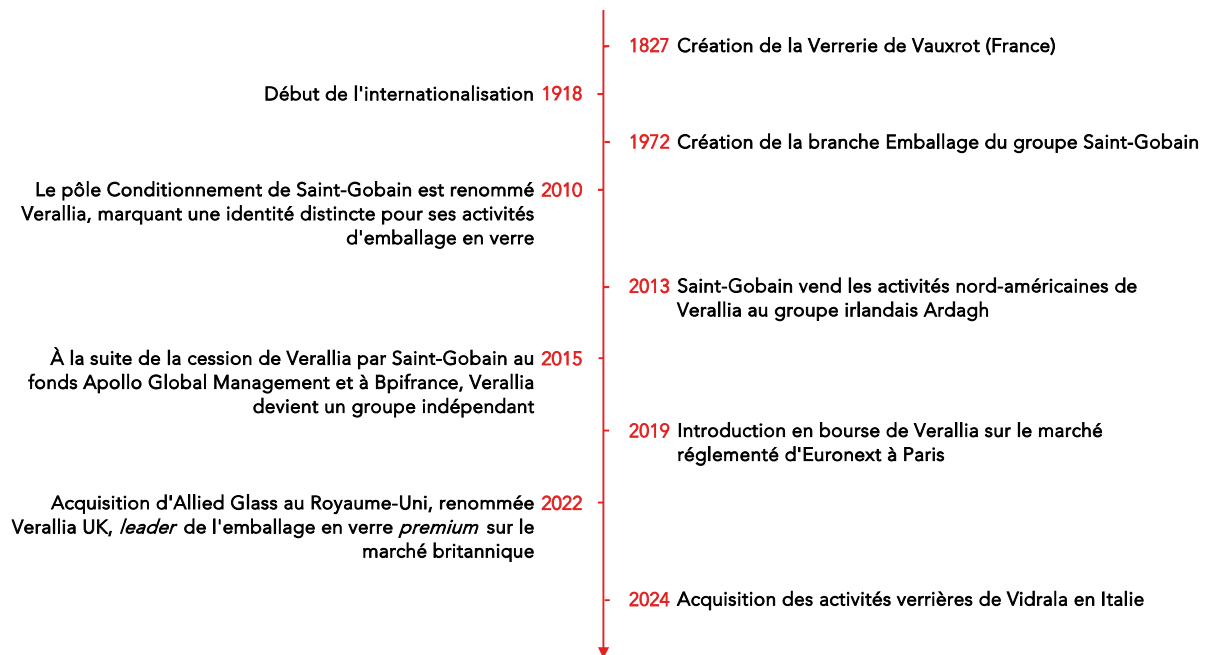
⁶⁷ Le Groupe compte 19 centres de traitement du calcin, et en outre 5 usines de décor.

⁶⁸ Démarche visant à réduire l'impact environnemental des produits dès leur conception. Verallia propose des bouteilles et pots plus légers et donc moins consommateurs d'énergie en production, tout en garantissant une qualité élevée.

⁶⁹ « Verallia annonce l'acquisition d'Allied Glass au Royaume-Uni », [2 novembre 2022](#) ; « Verallia finalise l'acquisition d'Allied Glass, un leader du marché britannique de l'emballage en verre premium », [8 novembre 2022](#).

⁷⁰ « Verallia a conclu un accord en vue d'acquérir les activités verrières de Vidrala en Italie », [28 février 2024](#) ; « Verallia a conclu avec succès l'acquisition des activités verrières de Vidrala en Italie », [4 juillet 2024](#).

Nous mentionnons, ci-après, les dates clés qui ont jalonné l'historique du Groupe, illustrant les principales étapes de son évolution :

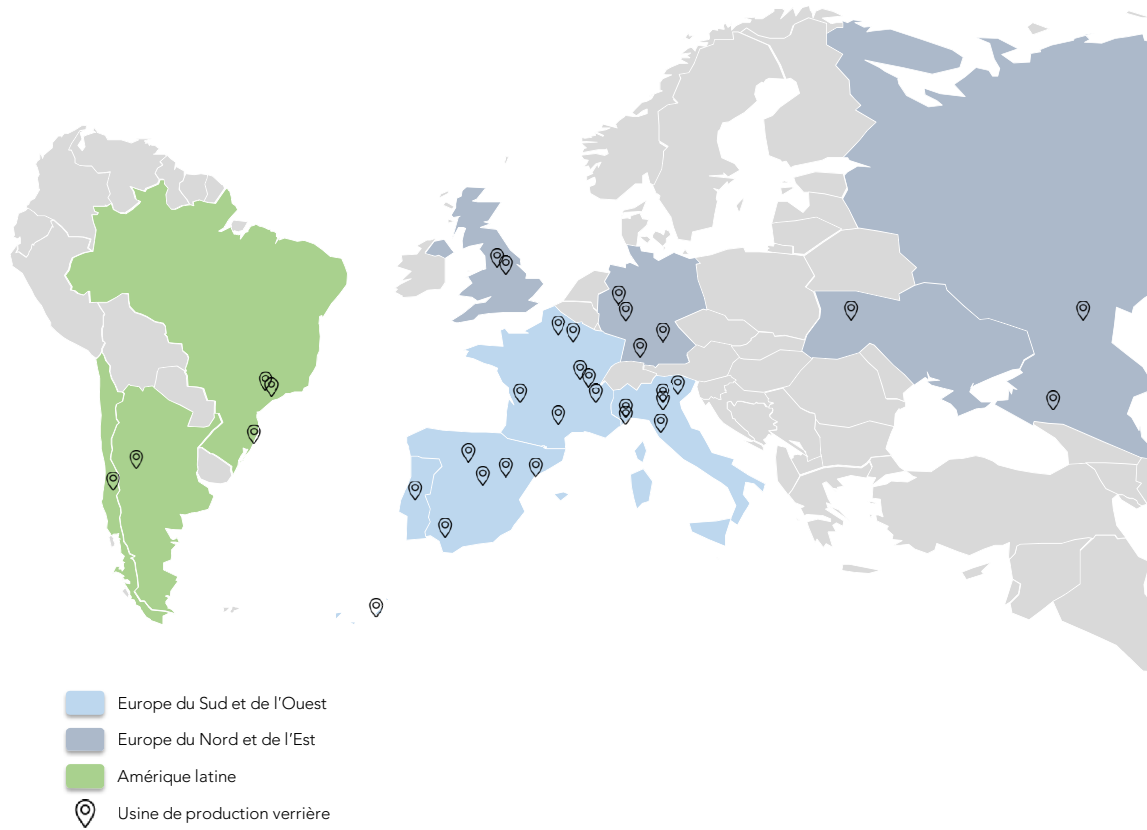


3.1.2. Profil des activités du Groupe

Le Groupe est structuré en trois secteurs opérationnels qui correspondent aux zones géographiques d'implantation de ses actifs :

- **l'Europe du Sud et de l'Ouest**, comprenant les sites de production en France, en Italie, en Espagne et au Portugal, représente près des deux tiers du chiffre d'affaires consolidé du Groupe en 2024. Cette région constitue le cœur historique de l'activité de Verallia et se distingue par une forte spécialisation dans la production de bouteilles pour les vins tranquilles et les vins pétillants, ainsi que de contenants pour spiritueux ;
- **l'Europe du Nord et de l'Est**, regroupant les sites de production en Allemagne, au Royaume-Uni, en Pologne, en Ukraine et en Russie, représente 22% du chiffre d'affaires consolidé du Groupe en 2024. Cette région est spécialisée dans la production de bouteilles pour la bière, notamment en Allemagne, ainsi que de pots et bouteilles pour l'alimentaire destinés aux marchés locaux ;
- **l'Amérique latine**, avec des sites de production situés au Brésil, en Argentine et au Chili, représente plus de 12% du chiffre d'affaires consolidé du Groupe en 2024. L'activité dans cette région est principalement axée sur la production de bouteilles pour les vins tranquilles, dont la demande est portée par les exportations, ainsi que sur la production de bouteilles pour la bière, notamment destinées au marché brésilien.

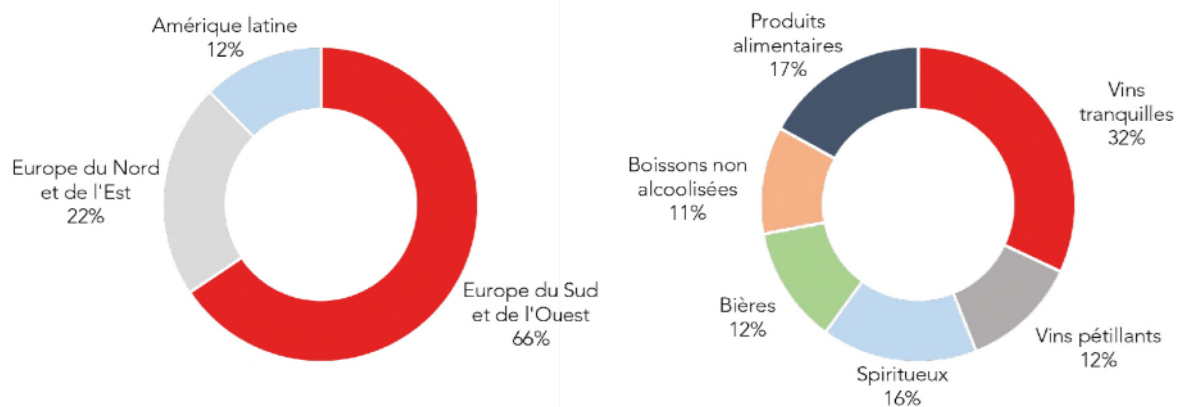
Implantation des sites de production de Verallia



Source : Société

L'exposition de Verallia aux marchés finaux varie selon les zones géographiques, avec une offre adaptée aux spécificités locales et régionales afin de répondre aux besoins des clients. Cette flexibilité repose sur un outil industriel conçu pour s'ajuster à ces particularités.

Répartition de l'activité du Groupe par zone géographique et par marché final



Source : Société, DEU 2024

Grâce à sa présence historique sur le marché de l'emballage en verre, Verallia a tissé des relations solides avec plus de 10.000 clients, allant des producteurs régionaux de vin et des brasseries locales jusqu'aux grands groupes internationaux de premier plan, tels que Pernod Ricard, LVMH, Heineken, Andros et Nestlé.

Le Groupe a déployé un plan d'amélioration de la performance industrielle (le « PAP⁷¹ »), qui est un programme stratégique visant à améliorer l'efficacité de la production et à réduire les coûts industriels. Depuis son origine, le PAP porte un objectif de réduction des coûts de production de 2% vérifié annuellement. Cette initiative a permis d'augmenter les capacités de production, d'améliorer la qualité des produits et de réduire le taux de réclamation des clients.

Au 31 décembre 2024, le Groupe compte un effectif de près de 11.000 employés.

3.1.3. Engagements environnementaux

Le Groupe développe ses actions en matière de RSE autour de trois piliers (Renforcement de la circularité des emballages en verre ; Décarbonation des activités ; Garantie d'un environnement de travail sûr et inclusif), en poursuivant en particulier une démarche responsable vis-à-vis de l'environnement ; à ce titre :

- il dispose d'une vingtaine de centres de traitement du calcin (§ 3.1.1) contribuant à l'amélioration du taux d'utilisation du calcin⁷², et vise une réduction des émissions de CO₂ de 46% (scopes 1 et 2) à l'horizon 2030 par rapport à 2019⁷³ ;
- il a inauguré en 2024 la construction à Cognac, en partenariat avec Fives, groupe international d'ingénierie industrielle, de son premier four verrier intégralement électrique pour une production plus durable, permettant de réduire les émissions de CO₂ de 60% par rapport à un four traditionnel⁷⁴ ;
- l'endettement financier brut comprend, pour une large part, deux emprunts obligataires « Sustainability Linked Bonds », dont le taux est susceptible d'être ajusté, à compter de la première période d'intérêts suivant le 31 décembre 2025 et jusqu'à maturité (2028 et 2031), en fonction de critères de performance liés au développement durable⁷⁵ ; ces critères régissent par ailleurs le programme d'affacturage pan-européen dont dispose le Groupe auprès de Crédit Agricole Leasing et Factoring.

3.2. Environnement et tendances du marché de l'emballage en verre

La production d'emballages en verre est majoritairement destinée à l'industrie agroalimentaire, particulièrement celle des boissons, représentant près de 60% du marché mondial⁷⁶, à l'industrie pharmaceutique et, dans une moindre mesure, à l'industrie cosmétique et des soins personnels.

⁷¹ Performance Action Plan.

⁷² « Le calcin, un levier fondamental de la feuille de route décarbonation de Verallia », [5 juin 2024](#).

⁷³ DEU [2024](#), p. 7.

⁷⁴ « Verallia inaugure son premier four 100% électrique : une première mondiale dans l'industrie du verre d'emballage alimentaire et une avancée majeure pour la décarbonation de la filière », [10 septembre 2024](#).

⁷⁵ En termes de réduction des émissions annuelles de CO₂ et d'atteinte d'un taux d'utilisation de calcin externe.

⁷⁶ Fortune Business Insights, « Glass packaging market size, share & industry impact analysis, by product, by end-user, and regional forecast, 2024-2032 », [mars 2025](#).

En 2023, le marché mondial des emballages en verre était estimé à environ 65 Md\$⁷⁷. Son évolution repose principalement sur les facteurs suivants :

- la demande des industries clientes⁷⁸ :
 - l'activité des producteurs d'emballages en verre est directement influencée par la production de boissons et d'aliments, ainsi que par les ventes de médicaments, de parfums, d'eaux de toilette et de produits cosmétiques ;
 - ainsi, l'évolution du marché dépend largement du contexte économique : en période d'inflation, la baisse du pouvoir d'achat des ménages freine la consommation de produits non essentiels, comme les boissons alcoolisées ; à l'inverse, la hausse du niveau de vie dans les pays émergents stimule la demande pour ces produits, créant de nouvelles opportunités de développement pour le marché des emballages en verre ;
- la concurrence des matériaux de substitution⁷⁹ :
 - les producteurs d'emballages en verre sont confrontés à la concurrence des emballages en plastique et en métal, souvent moins coûteux et plus légers ; cependant, le verre se distingue par son aspect *premium*, ses propriétés de conservation et sa recyclabilité, ce qui en fait le choix privilégié des marques haut de gamme et engagées écologiquement ;
 - la prise de conscience croissante de l'impact environnemental du plastique incite les fabricants à explorer des alternatives présentant un bilan écologique plus favorable ; bien que l'adoption du verre reste encore limitée, elle devrait s'accélérer, notamment pour remplacer les plastiques difficiles à recycler⁸⁰ ;
- le prix des matières premières et de l'énergie⁸¹ :
 - l'activité des producteurs d'emballages en verre est fortement influencée par l'évolution des coûts des matières premières et de l'énergie, notamment du gaz et de l'électricité, en raison du caractère particulièrement énergivore du processus de fusion du verre⁸² ;
 - dans le contexte géopolitique, le conflit russo-ukrainien a renforcé l'inflation des coûts énergétiques.

Selon une étude consacrée au marché mondial des emballages en verre⁸³, ce dernier devrait passer de 67 Md\$ en 2024 à près de 94 Md\$ en 2032, soit un taux de croissance annuel moyen (« CAGR ») de plus de 4%. Ces anticipations sont toutefois supérieures au taux de croissance du chiffre d'affaires attendu en moyenne pour les acteurs comparables à Verallia que nous avons identifiés (§ 4.5.2.3).

Au regard de l'implantation des activités du Groupe, l'analyse de marché se différencie entre l'Europe et l'Amérique latine.

⁷⁷ Fortune Business Insights, « Glass packaging market size, share & industry impact analysis, by product, by end-user, and regional forecast, 2024-2032 », [mars 2025](#).

⁷⁸ Xerfi, « La fabrication d'emballages en verre », [mars 2025](#), p. 31.

⁷⁹ Xerfi, « La fabrication d'emballages en verre », [mars 2025](#), p. 32.

⁸⁰ Xerfi, « La fabrication d'emballages en verre », [mars 2025](#), p. 29.

⁸¹ Xerfi, « La fabrication d'emballages en verre », [mars 2025](#), p. 32.

⁸² Viti, « Les verriers tournent à plein régime et augmentent encore leurs prix », [février 2023](#).

⁸³ Fortune Business Insights, « Glass packaging market size, share & industry impact analysis, by product, by end-user, and regional forecast, 2024-2032 », [mars 2025](#).

3.2.1. En Europe

Une étude en date de 2024 estimait que le marché en Europe pourrait croître de 3,2%⁸⁴ par an sur la période 2025 à 2030⁸⁵.

En 2025, le marché européen des emballages en verre est estimé à 22 Md\$⁸⁶ et se caractérise par :

- une forte concentration des acteurs :
 - l'industrie européenne de l'emballage en verre est fortement consolidée, dominée par un nombre restreint de grands acteurs mondiaux et de spécialistes régionaux. En 2021, les cinq premiers acteurs du marché représentaient près de 70%⁸⁷ des parts de marché⁸⁸, disposant d'infrastructures couvrant l'ensemble de la chaîne de production, de la transformation des matières premières jusqu'à la décoration des produits finis⁸⁹ ;
 - le secteur se caractérise par des investissements conséquents et une forte intensité capitalistique, rendant l'entrée sur le marché difficile pour de nouveaux acteurs. Les coûts élevés liés à la modernisation des installations et au respect des normes environnementales constituent des barrières supplémentaires à l'entrée ;
 - la dynamique de consolidation se poursuit en Europe et à l'international, accentuant la concentration du marché. Ces dernières années, plusieurs opérations stratégiques ont marqué le secteur, notamment l'acquisition au Royaume-Uni d'Allied Glass par Verallia en 2022, le rachat en France de Saverglass par Orora en 2023, ainsi que l'acquisition au Brésil de Vidroporto par Vidrala en 2023 ;
- une réglementation stricte :
 - une directive européenne impose aux producteurs d'emballage en verre des taux minimaux de recyclage des emballages en verre à atteindre d'ici 2025 et 2030, respectivement de 70% et 75%⁹⁰, incitant les fabricants à améliorer leurs capacités de recyclage et à concevoir des solutions plus durables ;
 - le système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre mis en place par l'Union européenne (SEQE-UE)⁹¹ s'applique notamment aux producteurs d'emballages en verre, qui doivent couvrir leurs rejets de CO₂ par des quotas ; ils peuvent bénéficier de quotas gratuits, dont l'attribution est progressivement réduite, ou en acquérir sur le marché. Ce dispositif incite les industriels à limiter leurs émissions en modernisant leurs fours, en augmentant l'utilisation de verre recyclé (calcin) et en optimisant leur efficacité énergétique ;

⁸⁴ En 2024, le marché des vins tranquilles domine en volume. Toutefois, les prévisions indiquent une quasi-stagnation des volumes, laissant entrevoir un possible recul de la consommation sous l'influence de l'évolution des préférences des consommateurs.

⁸⁵ Mordor Intelligence, « Europe glass packaging market size & share analysis - Growth trends & forecasts (2025-2030) », [2024](#).

⁸⁶ Mordor Intelligence, « Europe glass packaging market size & share analysis - Growth trends & forecasts (2025-2030) », [2024](#).

⁸⁷ Verallia, [DEU 2023](#), p. 29.

⁸⁸ En France, cinq entreprises ont réalisé 91% des revenus du secteur en 2023. Source : Xerfi, « La fabrication d'emballages en verre », [mars 2025](#), p. 51.

⁸⁹ Mordor Intelligence, « Europe glass packaging market size & share analysis - Growth trends & forecasts (2025-2030) », [2024](#).

⁹⁰ Directive (UE) 2018/852 du Parlement européen et du Conseil du [30 mai 2018](#) modifiant la directive 94/62/CE relative aux emballages et aux déchets d'emballages.

⁹¹ Directive 2003/87/CE du Parlement européen et du Conseil du [13 octobre 2003](#) établissant un système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre dans la Communauté et modifiant la directive 96/61/CE du Conseil.

- l'émergence de nouveaux fours à faible émission de carbone⁹² :
 - face à une réglementation stricte en matière environnementale, l'industrie développe des nouveaux fours avec pour objectif de remplacer les combustibles fossiles par des énergies alternatives plus propres comme l'électricité, les biocarburants, le biogaz et l'hydrogène. Cette évolution mobilise des technologies innovantes de « fours hybrides » qui remplacent une partie du gaz naturel par de l'énergie renouvelable ;
 - les technologies de pointe ont le potentiel de réduire de deux tiers les émissions de CO₂, tout en offrant des possibilités concrètes d'amélioration. L'utilisation d'alternatives aux combustibles fossiles, comme les biocarburants, pourrait également permettre à terme de réduire les émissions de CO₂ de 90% ;
- la hausse éventuelle des droits de douane américain :
 - l'augmentation des droits de douane sur les produits européens dont, en ce qui concerne le secteur, les champagnes, vins et spiritueux, annoncée récemment par l'administration américaine, pourrait représenter un risque pour les exportateurs européens et, par extension, pour les producteurs d'emballages en verre servant au conditionnement de ces produits, dont les États-Unis sont le premier marché d'exportation ;
 - toute restriction commerciale pourrait ainsi affecter la demande en emballages en verre⁹³ ; la Direction estime toutefois que l'exposition du Groupe, directe et indirecte, au marché américain, reste limitée⁹⁴.

3.2.2. En Amérique latine

Le marché latino-américain des emballages en verre devrait atteindre environ 7 Md\$ en 2025⁹⁵ et se caractérise principalement par une forte croissance⁹⁶ :

- le marché des bouteilles de bière au Brésil⁹⁷ est en expansion, soutenu par la hausse de la demande en bière, ainsi qu'une tendance croissante à l'utilisation de bouteilles à usage unique ;
- le marché des vins tranquilles et des vins pétillants en Argentine et au Chili est dynamique et principalement tiré par les exportations.

Une étude du marché en Amérique latine anticipe une croissance pouvant atteindre 4,6% par an sur la période 2025 à 2030⁹⁸.

⁹² FEVE, « One destination, multiple pathways : How the european container glass industry is decarbonising glassmaking », [octobre 2024](#).

⁹³ Les Échos, « Guerre commerciale : Trump menace les vins et champagnes européens d'une surtaxe de 200% », [mars 2025](#).

⁹⁴ Les prévisions de la Direction que nous exploitons n'intègrent pas l'impact éventuel de ces annonces sur les performances du Groupe.

⁹⁵ Mordor Intelligence, « Latin america glass packaging market size & share analysis - Growth trends & forecasts (2025-2030) », [2024](#).

⁹⁶ DEU [2024](#), p.30.

⁹⁷ Le Brésil est le troisième plus grand consommateur de bière au monde.

⁹⁸ Mordor Intelligence, « Latin america glass packaging market size & share analysis - Growth trends & forecasts (2025-2030) », [2025](#).

3.3. Analyse historique de la performance du Groupe

Les données chiffrées, ci-après, sont issues des comptes consolidés du Groupe établis en conformité avec le référentiel comptable international IFRS⁹⁹, et dont la date de clôture annuelle est le 31 décembre.

Les performances du Groupe de 2020 à 2024, en termes d'activité et de rentabilité (§ 3.3.1), ainsi que sa structure bilancielle (§ 3.3.2) et l'historique de ses flux de trésorerie (§ 3.3.3) sur cette période, sont présentées ci-après.

3.3.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Compte de résultat simplifié

M€	31-déc.-20	31-déc.-21	31-déc.-22	31-déc.-23	31-déc.-24
Chiffre d'affaires	2 536	2 674	3 352	3 904	3 456
<i>% croissance</i>	<i>(1,9%)</i>	<i>5,4%</i>	<i>25,3%</i>	<i>16,5%</i>	<i>(11,5%)</i>
Achats consommés et charges externes	(1 414)	(1 471)	(1 920)	(2 162)	(1 982)
Charges de personnel	(501)	(525)	(567)	(650)	(647)
Dotations nettes aux amortissements et dépréciations	(276)	(282)	(296)	(327)	(354)
Gains et pertes sur cessions d'actifs	(3)	(6)	1	3	(2)
Autres produits et charges d'exploitation	(25)	2	(11)	(7)	(12)
Résultat opérationnel	316	393	558	761	459
<i>en % du chiffre d'Affaires</i>	<i>12,5%</i>	<i>14,7%</i>	<i>16,7%</i>	<i>19,5%</i>	<i>13,3%</i>
Résultat financier	(46)	(57)	(81)	(119)	(135)
Impôt	(62)	(89)	(122)	(167)	(85)
Quote-part du résultat net des entreprises associées	1	2	0	0	(1)
Résultat net	210	249	356	475	239
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>8,3%</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,6%</i>	<i>12,2%</i>	<i>6,9%</i>

Source : Société

Passage du résultat opérationnel à l'EBITDA Ajusté

M€	31-déc.-20	31-déc.-21	31-déc.-22	31-déc.-23	31-déc.-24
Résultat opérationnel	316	393	558	761	459
Amortissements et dépréciations	276	281	296	327	357
Coûts de restructuration	20	(3)	(1)	3	14
IAS 29 Hyperinflation (Argentine)	3	(5)	4	6	(4)
Plan d'actionnariat du Management et coûts associés	6	10	6	6	3
Frais d'acquisition de sociétés et complément de prix	-	-	5	1	4
Autres	4	1	(4)	4	11
EBITDA Ajusté	626	678	866	1 108	843
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>24,7%</i>	<i>25,4%</i>	<i>25,8%</i>	<i>28,4%</i>	<i>24,4%</i>

Source : Société

3.3.1.1. Évolution du chiffre d'affaires

Après avoir enregistré une progression notable de son activité depuis 2020, le Groupe a été confronté à une baisse significative de son chiffre d'affaires en 2024 principalement liée à une demande atone sur cette année.

Sur la période 2020 à 2024, le chiffre d'affaires consolidé affiche un taux de croissance moyen annualisé de 8,0%.

⁹⁹ International Financial Reporting Standards.

Évolution du chiffre d'affaires par secteur opérationnel

M€	31-déc.-20	31-déc.-21	31-déc.-22	31-déc.-23	31-déc.-24	CAGR 2020-2024
Europe du Sud et de l'Ouest	1 745	1 832	2 236	2 527	2 269	6,8%
% croissance	(0,7%)	5,0%	22,1%	13,0%	(10,2%)	
Europe du Nord et de l'Est	554	538	695	980	759	8,2%
% croissance	(4,5%)	(3,0%)	29,3%	40,9%	(22,5%)	
Amérique Latine	237	304	420	397	428	15,9%
% croissance	(10,4%)	28,3%	38,0%	(5,5%)	7,9%	
Chiffre d'affaires consolidé	2 536	2 674	3 352	3 904	3 456	8,0%
% croissance	(1,9%)	5,4%	25,3%	16,5%	(11,5%)	

Source : Société

L'évolution pluriannuelle du chiffre d'affaires du Groupe se présente comme suit :

- en 2020, malgré la crise sanitaire, le Groupe a limité le repli de son chiffre d'affaires à -1,9%, étant précisé que l'effet de change a eu un impact de -4,1%, principalement en raison de la dépréciation des monnaies en Amérique latine¹⁰⁰ et, dans une moindre mesure, de la hryvnia ukrainienne et du rouble russe. Ainsi, à taux de change et périmètre constants, le chiffre d'affaires a progressé de 2,1% ;
- en 2021, la croissance du chiffre d'affaires s'établit à 5,4%, avec des volumes de vente revenant à leur niveau pré-Covid de 2019. Cette progression a été tirée par l'activité en Europe du Sud et de l'Ouest (+5,0%) et en Amérique latine (+28,3%), bénéficiant de nouvelles capacités de production ;
- en 2022, le Groupe a enregistré une progression de son chiffre d'affaires de 25,3%, portée notamment par la hausse des prix de vente en Europe visant à compenser l'augmentation des coûts de production, ainsi que par une demande dynamique en Europe, malgré un léger repli des volumes en fin d'année lié à la rénovation de cinq fours au cours du second semestre 2022 ;
- en 2023, la croissance du chiffre d'affaires s'établit à 16,5%, principalement portée par une hausse des prix¹⁰¹, en dépit, d'une part, d'un effet de change défavorable de -11% et, d'autre part, d'une forte baisse de la demande en Europe à compter de l'été 2023, due à la fois à un ralentissement de la demande finale et à un important déstockage sur l'ensemble de la chaîne de valeur aval. À taux de change et périmètre constants, le chiffre d'affaires affiche une hausse de 21,4%. Par zone géographique, on peut noter que :
 - la région Europe du Sud et de l'Ouest a bénéficié d'un effet de périmètre positif (+29,2%), lié à la consolidation en année pleine d'Allied Glass, acquise en novembre 2022 (§ 3.1.1 et § 3.2.1) ;
 - en Amérique latine, le chiffre d'affaires recule légèrement de -5,5%, contrastant avec une forte croissance organique de 65,8%. En Argentine, l'activité est soutenue par des hausses répétées des prix de vente dans un contexte d'hyperinflation. Toutefois, l'effet de change a été négatif en raison de la dévaluation du peso argentin ;

¹⁰⁰ À taux de change constant, le chiffre d'affaires en Amérique latine a fortement augmenté, enregistrant une hausse de 23,4%.

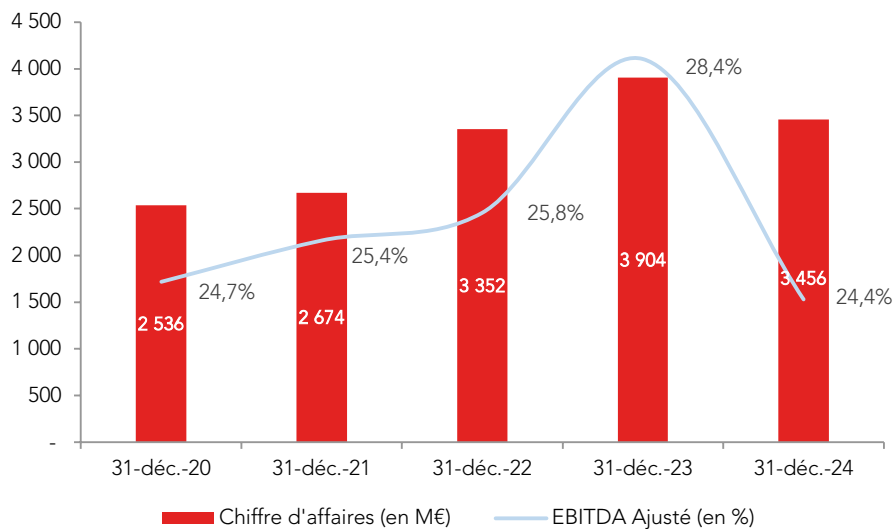
¹⁰¹ Toutefois, les prix de vente en Europe ont enregistré une baisse contenue mais régulière au cours de l'année.

- en 2024, le chiffre d'affaires du Groupe accuse une baisse de 11,5%, principalement en raison d'une demande atone sur l'année, d'une réduction des prix de vente en Europe et d'un effet de change défavorable de -1,6%. L'acquisition des activités verrières de Vidrala en Italie en juillet 2024, ainsi que celle des centres de traitement de calcin en Ibérie au quatrième trimestre 2024, ont eu un impact positif de 1,6% sur le chiffre d'affaires de la région Europe du Sud et de l'Ouest.

3.3.1.2. Évolution de la profitabilité opérationnelle

À l'exception de l'exercice 2024, marquée par un retournement de marché après une excellente performance financière en 2023, le taux de marge opérationnelle du Groupe¹⁰² s'est amélioré progressivement, passant de 24,7% en 2020 à 28,4% en 2023, porté principalement par des hausses de prix et des gains de productivité grâce à la mise en œuvre du PAP (§ 3.1.2).

Évolution du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle courante



Source : Société

Entre 2020 et 2023, l'augmentation des prix de vente ayant été supérieure à la hausse des coûts de production, le Groupe a généré un *spread* d'inflation positif. En 2024, ce *spread* est devenu négatif, sous l'effet de la baisse des prix de vente¹⁰³.

Le déploiement continu du PAP a permis une réduction nette des coûts de production sur la période 2020 à 2024, comprise entre 2% et 3%, en ligne avec l'objectif du Groupe fixé à 2%.

¹⁰² Le Groupe utilise l'EBITDA comme indicateur de marge opérationnelle, qui est calculé sur la base du résultat opérationnel retraité des dépréciations et amortissements, des coûts liés aux restructurations, des coûts liés aux acquisitions, des effets de l'hyperinflation, des coûts liés aux plans d'actionnariat du *management*, des effets liés aux cessions et risques filiales, des frais de fermeture de sites et d'autres éléments (l'« **EBITDA Ajusté** »).

¹⁰³ La baisse des prix de vente en 2024 est en partie imputable au report sur cette année de la correction tarifaire initiée en 2023.

3.3.2. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe se résume comme suit :

Bilan simplifié	
M€	31-déc.-24
Goodwill	733,5
Immobilisations incorporelles	390,9
Immobilisations corporelles	1 883,6
BFR	42,6
Impôts différés nets	(141,6)
Actif économique	2 909,0
Emprunts et dettes financières	(2 179,9)
Instruments financiers	(12,5)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	470,0
Endettement net comptable (hors IFRS 16)	(1 722,4)
Participations dans les entreprises mises en équivalence	6,4
Actifs financiers non courants	43,6
Actifs financiers courants	1,4
Intérêts minoritaires	(70,2)
Provisions pour risques et charges	(169,1)
Ajustement de l'endettement net comptable	(187,9)
Droits d'utilisation	73,1
Dettes de loyers IFRS 16	(75,0)
Impact de la norme IFRS 16	(1,9)
Actif net - Part du Groupe	996,8

Source : Société, analyses Ledouble

3.3.2.1. Goodwill

Les écarts d'acquisition, d'un montant net de **733,5 M€** au 31 décembre 2024, sont :

- soumis à des tests de dépréciation à la clôture de chaque exercice ou en cas de survenance d'indices de perte de valeur ;
- testés aux niveaux des groupes d'UGT correspondant aux trois secteurs opérationnels du Groupe¹⁰⁴ (§ 3.1.2).

Le 4 juillet 2024, le Groupe a acquis l'intégralité des titres de la filiale italienne de Vidrala productrice de verre pour 142,5 M€ (§ 3.3.1.1), entraînant la constatation d'un *goodwill* provisoire¹⁰⁵ de 49,0 M€ au 31 décembre 2024, qui reflète principalement les synergies attendues et les perspectives de croissance de cette société.

¹⁰⁴ DEU 2024, p. 388. La valeur nette du goodwill au 31 décembre 2024 se répartit comme suit :

- Europe du Nord et de l'Est : 236,3 M€ ;
- Europe du Sud et de l'Ouest : 446,4 M€ ;
- Amérique latine : 50,9 M€

¹⁰⁵ Dans le processus d'identification des actifs acquis et des passifs repris.

3.3.2.2. Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles, d'un montant net de **390,9 M€** au 31 décembre 2024, comprennent principalement les relations clients¹⁰⁶ (364,7 M€) et, dans une moindre mesure, des logiciels (15,9 M€).

Les autres immobilisations incorporelles (10,3 M€) correspondent à des brevets, des marques et des coûts de développement.

3.3.2.3. Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles, d'un montant net de **1.883,6 M€** au 31 décembre 2024, sont composées de machines et équipements (1.208,5 M€), d'immobilisations en cours (345,5 M€), de constructions (233,4 M€) et de terrains (96,3 M€).

L'ensemble des actifs immobiliers (terrains et constructions) sont intégralement affectés à l'exploitation.

3.3.2.4. Besoin en fonds de roulement

Compte tenu de l'activité du Groupe, les stocks constituent une des principales composantes du besoin en fonds de roulement (BFR), étant précisé que le Groupe dispose d'un contrat d'affacturage sans recours (419,6 M€) ; par ailleurs, il fait également usage d'autres programmes d'affacturage proposés par des clients pour un montant de 60,0 M€, soit un total de 479,6 M€ de créances clients qui ne figurent pas à l'actif du bilan.

Le Groupe affiche à fin 2024 un BFR positif de **42,6 M€**¹⁰⁷, équivalent à seulement 4 jours de chiffre d'affaires¹⁰⁸.

BFR	
M€	31-déc.-24
Stocks	727,0
Créances d'exploitation	251,0
Actifs et passif d'impôts exigibles	15,2
Autres créances (hors exploitation)	13,5
Dettes d'exploitation	(799,5)
Dettes fournisseurs d'immobilisations	(93,6)
Autres dettes (hors exploitation)	(50,4)
Dérivés liés à l'exploitation	(20,6)
Besoin en fonds de roulement	42,6
<i>BFR (% chiffre d'affaires)</i>	<i>1,2%</i>
<i>BFR (en jours de chiffre d'affaires)</i>	<i>4,4</i>

Source : Société, analyses Ledouble

¹⁰⁶ Principalement liées à l'acquisition de Verallia par le fonds Apollo Global Management en 2015 (§ 2.1.1), et ayant vocation à s'éteindre en 2027.

¹⁰⁷ DEU [2024](#), p. 395.

¹⁰⁸ Base 360 jours.

3.3.2.5. Impôts différés

Les impôts différés s'élèvent à un montant net passif de **(141,6) M€** au 31 décembre 2024 :

- les impôts différés actif (IDA) sont constitués principalement d'IDA sur déficits reportables s'élevant à 19,1 M€¹⁰⁹ ;
- les impôts différés passif (IDP) proviennent notamment de la comptabilisation de relations clients, en lien avec des acquisitions réalisées par le Groupe (96 M€), et des décalages fiscaux temporaires¹¹⁰ (85 M€).

Le Groupe dispose en outre au 31 décembre 2024 d'un stock d'IDA non activés d'un montant de 7,1 M€¹¹¹.

3.3.2.6. Endettement financier net

Les dettes financières, d'un montant de **2.179,9 M€** au 31 décembre 2024, se répartissent comme suit :

- des emprunts obligataires (1.594,7 M€) :
 - deux emprunts obligataires « sustainability-linked » émis en mai 2021 (503,6 M€) et en novembre 2021 (495,5 M€)¹¹² (§ 3.1.3) ;
 - un emprunt obligataire senior¹¹³ (595,6 M€) ;
- des titres de créances négociables (317,3 M€) ;
- un prêt à terme (201,9 M€) ;
- d'autres emprunts (66,1 M€).

Le Groupe utilise des instruments de couverture afin de limiter l'incidence des variations de taux d'intérêt et de change¹¹⁴ ; la juste valeur des instruments dérivés fait ressortir un passif net de **12,5 M€**¹¹⁵ au 31 décembre 2024.

Après prise en compte de la trésorerie et des équivalents de trésorerie à hauteur de **470,0 M€**, l'endettement financier net comptable, hors incidence de la norme IFRS 16 d'un montant de 75 M€ (§ 3.3.2.11), s'élève ainsi à **1.722,4 M€**¹¹⁶ au 31 décembre 2024.

¹⁰⁹ Ces IDA concernent principalement Vidrala Italia et, d'après les informations dont nous disposons, seront consommés sur un horizon de 5 ans.

¹¹⁰ Écart entre amortissements comptables et fiscaux.

¹¹¹ Les IDA non reconnus se rattachent principalement aux pertes fiscales du Chili et de Vidrala Italia.

¹¹² Le taux d'intérêt peut augmenter si les objectifs suivants de performance en matière de développement durable ne sont pas atteints :

- réduction des émissions annuelles de CO₂ du Groupe à 2 625 kt en 2025 ;
- atteinte d'un taux d'utilisation de calcin externe de 59% dans la production d'ici 2025.

Chaque objectif non atteint entraînerait une hausse du coupon de 12,5 bps pour l'emprunt émis en mai 2021 et de 10 bps pour celui émis en novembre 2021.

¹¹³ Cet emprunt obligataire, émis en novembre 2024, a été affecté principalement, d'une part, au remboursement du prêt de 250 M€ relatif à l'acquisition de Vidrala Italia et, d'autre part, au remboursement anticipé partiel à hauteur de 350 M€ du prêt à terme mis en place en avril 2023.

¹¹⁴ La juste valeur des instruments dérivés de couverture d'énergie est prise en compte dans le BFR (§ 3.3.2.4).

¹¹⁵ Instruments financiers passif (24,5 M€) - instruments financiers actif (11,9 M€). Les instruments financiers actifs sont comptabilisés dans les « Autres actifs non courants » (5,8 M€) et dans la « Part à court terme des actifs non courants » (6,1 M€).

¹¹⁶ DEU [2024](#), p. 400. Endettement financier net : 1.797,4 M€ - Incidence de la norme IFRS 16 : 75 M€.

3.3.2.7. *Participations dans les entreprises mises en équivalence*

Les entreprises associées sont des entités dans lesquelles le Groupe exerce une influence notable.

La quote-part des capitaux propres de ces sociétés, qui s'établit à **6,4 M€** au 31 décembre 2024, correspond aux participations dans les sociétés Vetreco SRL (Italie), Cogeneradores Vidrieros (Espagne) et Verre Recycling (Allemagne).

3.3.2.8. *Actifs financiers non courants et courants*

Les actifs financiers non courants, d'un montant de **43,6 M€**¹¹⁷ au 31 décembre 2024, sont constitués de dépôts et garanties (28,8 M€¹¹⁸), de titres de participation (6,6 M€), de prêts (5,8 M€) et d'excédents en lien avec des régimes de retraite (2,3 M€).

Les actifs financiers courants, d'un montant de **1,4 M€**¹¹⁹ au 31 décembre 2024, correspondent à des prêts.

3.3.2.9. *Provisions pour risques et charges*

Les provisions, d'un montant de **169,1 M€** au 31 décembre 2024, regroupent :

- les provisions non courantes (120,5 M€) au titre :
 - des avantages au personnel (90,1 M€) ;
 - des risques environnementaux (13,9 M€) ;
 - d'autres risques (16,5 M€) ;
- les provisions courantes (48,6 M€) au titre :
 - de restructurations et coûts de personnel (13,8 M€) ;
 - de risques environnementaux (5,9 M€) ;
 - de réclamations et de litiges (5,0 M€) ;
 - d'autres risques (23,9 M€).

3.3.2.10. *Intérêts minoritaires*

Les participations ne donnant pas le contrôle, d'un montant net de **70,2 M€** au 31 décembre 2024, correspondent principalement aux sociétés Rayen Cura en Argentine (48,9 M€) et Vidrieras Canarias (18,3 M€) en Espagne.

¹¹⁷ Hors instruments financiers (5,8 M€).

¹¹⁸ Dont 12,6 M€ au titre des contrats d'affacturage.

¹¹⁹ Hors instruments financiers (6,1 M€).

3.3.2.11. Droits d'utilisation IFRS 16¹²⁰ et dette de loyers

Les droits d'utilisation IFRS 16, d'un montant de **73,1 M€** au 31 décembre 2024, portent sur des contrats de location qui concernent principalement des entrepôts, des bureaux, des équipements industriels et des véhicules.

En regard, la dette de loyers s'établit à **(75,0 M€)** au 31 décembre 2024.

L'impact bilanciel de la norme IFRS 16 est un passif net de **(1,9 M€)**.

3.3.3. Flux de trésorerie

L'analyse pluriannuelle des flux de trésorerie par nature¹²¹ de 2020 à 2024 conduit au constat que les ressources dégagées par l'exploitation ont pour une large part servi :

- au financement des investissements réalisés par le Groupe ;
- au versement de dividendes aux actionnaires.

Tableau des flux de trésorerie consolidés

M€	31-déc.-20	31-déc.-21	31-déc.-22	31-déc.-23	31-déc.-24
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice	219	476	495	331	475
Flux net de trésorerie liés aux activités opérationnelles	610	642	699	858	588
Flux net de trésorerie liés aux activités d'investissement	(246)	(272)	(540)	(460)	(540)
Dividendes payés aux actionnaires	(15)	(116)	(125)	(167)	(255)
Autres flux de trésorerie liés aux activités de financement	(74)	(236)	(191)	(35)	218
Incidence des variations du taux de change sur la trésorerie	(17)	-	(7)	(53)	(15)
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice	476	495	331	475	470

Source : Société

¹²⁰ La norme IFRS 16 « Contrats de location » requiert de retraiter les engagements de redevances à la fois au bilan (droits d'usage à l'actif / obligations locatives au passif) et au compte de résultat (ventilation de la redevance en une charge d'amortissement et une charge financière).

¹²¹ Flux nets de trésorerie de trésorerie liés aux activités opérationnelles, d'investissement et de financement ; pour mémoire, les « Autres flux de trésorerie liés aux activités de financement » se rapportent essentiellement à la variation nette de la dette à court et long terme, ainsi qu'aux intérêts financiers payés au cours de l'exercice.

3.4. Matrice SWOT

La matrice SWOT ci-dessous résume les forces et faiblesses du Groupe que nous avons relevées ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché :

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> - Position de <i>leader</i> du Groupe sur ses marchés clés en Europe. - Portefeuille de produits adapté aux spécificités locales, avec une montée en gamme de l'offre <i>premium</i>. - Portefeuille clients large et diversifié, comptant plus de 10.000 clients. - Mise en place du PAP, conduisant à réduire les coûts de production de 2 % par an. - Engagement en faveur des enjeux environnementaux, avec notamment l'émission d'obligations <i>sustainability-linked</i> assorties d'objectifs sur la réduction des émissions de CO₂ et le taux d'utilisation de calcin. 	<ul style="list-style-type: none"> - Forte concentration des ventes en Europe, ressortant à 88 % du chiffre d'affaires en 2024. - Exposition à des devises volatiles, notamment le real brésilien, le peso argentin et la hryvnia ukrainienne. - Certains sites sont équipés d'un seul four, contrariant les économies d'échelle sur les coûts de production. - Marché déjà mature limitant la croissance à moyen et long terme.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> - Faible part de marché du verre pour l'emballage des produits alimentaires, des boissons non alcoolisées et de la bière. - Croissance de la demande pour des produits haut de gamme, <i>premium</i> et personnalisés. - Opportunités de croissance externe, notamment en Europe, avec néanmoins des contraintes <i>antitrust</i>. - Essor de la demande pour des emballages recyclables et durables, renforçant l'attrait du verre en tant qu'alternative écologique privilégiée. - Développement de nouvelles technologies avec des fours à faible émission de carbone. 	<ul style="list-style-type: none"> - Volatilité des coûts énergétiques et inflation sur les prix des matières premières. - Concurrence accrue des matériaux alternatifs comme le plastique, le métal et le carton. - Augmentation des droits de douane américains sur les champagnes, vins et spiritueux européens, pénalisant les exportations. - Renforcement des exigences réglementaires en Europe, notamment sur les émissions de CO₂. - Baisse de la consommation des vins tranquilles en Europe.

4. Évaluation Multicritère

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 4.1) ;
- les méthodes d'évaluation écartées (§ 4.2) ;
- les références boursières (§ 4.3) ;
- la référence aux transactions intervenues sur le capital de la Société (§ 4.4) ;
- les méthodes d'évaluation retenues (§ 4.5) ;
- la synthèse de l'Évaluation Multicritère et les primes induites par le Prix de l'Offre de l'Action (§ 4.6).

4.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

4.1.1. Référentiel comptable

Verallia établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS).

Les comptes consolidés et les comptes annuels de Verallia au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2024 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes¹²².

4.1.2. Date et paramètres d'évaluation

Les comptes consolidés au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2024, qui sont les derniers comptes consolidés publiés à ce jour, servent de référence aux données financières historiques que nous avons utilisées, notamment pour déterminer le montant de l'endettement financier net (§ 4.1.6).

La date de référence retenue pour l'analyse du cours de bourse est le 30 janvier 2025, dernier jour de cotation avant la publication de rumeurs, le 31 janvier 2025, concernant une éventuelle offre publique (la « **Date de Référence** »). L'annonce de l'Offre est intervenue le 3 février 2025 avant l'ouverture du marché (§ 1).

Les paramètres financiers tels que les taux d'actualisation et les multiples boursiers ont été déterminés en fonction des données de marché au 31 mars 2025.

¹²² Verallia, DEU [2024](#), p. 451.

4.1.3. Nombre d'Actions

Nous avons retenu pour l'Évaluation Multicritère le nombre d'Actions composant le capital de la Société à la date du Projet de Note d'Information (§ 2.3.1), sous déduction des Actions auto-détenues, en tenant compte des plans d'attribution gratuite d'actions (« **AGA** »), au titre desquels les Actions attribuées gratuitement sont en cours d'acquisition à la date du dépôt de notre Rapport¹²³ (§ 2.3.2) :

Nombre d'Actions diluées	
Catégorie	
Actions émises	120 805 103
Plan d'AGA 2023-2025	248 150
Plan d'AGA 2024-2026	277 650
Plan d'AGA 2025-2027	379 795
(Actions auto-détenues)	(2 968 796)
Nombre d'Actions diluées	118 741 902

Source : Société, analyses Ledouble

Le nombre total d'Actions ainsi ajusté ressort à 118.741.902 Actions.

4.1.4. Incidence de la norme IFRS 16 « Contrats de location »

Nous avons tenu compte, dans la modélisation des flux prévisionnels de trésorerie en valorisation intrinsèque (§ 4.5.1), de l'incidence des engagements de location simple du Groupe. Par conséquent, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres exclut les obligations locatives (§ 3.3.2.11).

Pour la valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.5.2), nous avons, à l'issue de nos analyses, déterminé les multiples d'EBITDA et d'EBITDA - Capex des Comparables Boursiers pré- IFRS 16 et, par conséquent, exclu les obligations locatives du Groupe dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

En l'absence d'information suffisante sur les modalités des Transactions Comparables, nous avons déterminé la valeur de l'Action après prise en compte de l'incidence des obligations locatives (§ 4.5.3).

4.1.5. Déficits fiscaux

Le Groupe disposait au 31 décembre 2024 d'un stock de déficits reportables¹²⁴ activés à hauteur de 19,1 M€ et non activés d'un montant de 7,1 M€ (§ 3.3.2.5).

Nous avons tenu compte, tant en évaluation intrinsèque qu'en évaluation analogique, de la valeur actuelle des déficits reportables, pour leur part activée et non activée, dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe.

¹²³ DEU 2024, p. 302. Le nombre total d'Actions attribuées gratuitement au 31 décembre 2024 au titre des plans 2023-2025 (248.150 Actions) et 2024-2026 (277.650), dont la date d'acquisition s'étend du 1^{er} mars 2026 au 1^{er} mars 2027, est majoré du nombre d'Actions attribuées gratuitement en 2025 au titre du plan 2025-2027, dont la date d'acquisition est fixée au 1^{er} mars 2028, pour le quantum correspondant à l'allocation cible du plan 2025-2027 (379.795 Actions) (§ 2.3.2).

¹²⁴ En base d'impôts.

Sur la base de nos paramètres d'actualisation, la valeur actuelle des déficits reportables a été estimée à 19,4 M€.

4.1.6. Endettement financier net

L'Évaluation Multicritère intègre, dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe, l'endettement net comptable ajusté de certains éléments d'actif ou de passif ayant une incidence sur la valeur de l'Action.

Au 31 décembre 2024, l'endettement net comptable du Groupe, hors obligations locatives d'un montant de 75 M€ (§ 3.3.2.11), s'établit à 1.722,4 M€ (§ 3.3.2.6) :

Endettement net comptable	
M€	31-déc.-24
Emprunts et dettes financières courants	1 818,1
Emprunts et dettes financières non courants	361,7
Instruments financiers	12,5
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(470,0)
Endettement net comptable (hors IFRS 16)	1 722,4

Source : Société, analyses Ledouble

Nous avons ajusté l'endettement net comptable afin de tenir compte :

- de la dette d'affacturage, concernant la cession de créances sans recours¹²⁵ (479,6 M€) (§ 3.3.2.4), minorée du montant des dépôts versés à ce titre (12,6 M€) (§ 3.3.2.8) ;
- de la valeur nette comptable des participations ne donnant pas le contrôle¹²⁶, réparties sur des entités non significatives, à l'exception de la société Rayen Cura opérant en Argentine¹²⁷ (§ 3.3.2.10) qui a été réévaluée en fonction de ses prévisions pour refléter sa valeur économique (149,7 M€) ;
- des provisions pour risques et charges non courantes (120,5 M€) et courantes (48,6 M€) (§ 3.3.2.9), nettes d'impôts différés actif (48,2 M€), ressortant à un montant net de 120,9 M€ ;
- de la valeur actuelle des IDP liés à des décalages fiscaux temporaires (48,6 M€) (§ 3.3.2.5) ;
- de la valeur actuelle des déficits fiscaux activés et non activés (19,4 M€) (§ 3.3.2.5) ;
- d'actifs financiers non courants¹²⁸ (14,7 M€) et courants (1,4 M€) composés de titres de participations, de prêts et d'excédents en lien avec des régimes de retraite (§ 3.3.2.8), soit au total 16,1 M€ ;

¹²⁵ Dans le cadre d'un contrat d'affacturage sans recours, c'est-à-dire lorsque le Groupe a transféré la quasi-totalité des risques et avantages liés à la propriété des créances, celles-ci sont alors décomptabilisées du bilan consolidé.

¹²⁶ Intérêts minoritaires.

¹²⁷ La cession potentielle des actifs du Groupe en Argentine a été évoquée dans le communiqué de presse de Verallia du [19 février 2025](#), p. 8, et lors de la présentation des résultats de l'exercice du [20 février 2024](#).

¹²⁸ Hors dépôts et cautionnements considérées comme non mobilisables (28,8 M€).

- de la valeur nette comptable des participations dans les entreprises mises en équivalence¹²⁹ (6,4 M€) (§ 3.3.2.7), dont nous avons vérifié qu'elles n'avaient pas lieu d'être réévaluées.

Il en ressort un endettement financier net de **2.466,6 M€** au 31 décembre 2024 :

Endettement financier net	
M€	31-déc.-24
Endettement net comptable (hors IFRS 16)	1 722,4
Dette d'affacturage (cession de créances sans recours)	467,0
Intérêts minoritaires	149,7
Provisions pour risques et charges nettes d'IDA	120,9
Valeur actuelle des IDP liés à des décalages fiscaux temporaires	48,6
Valeur actuelle des reports déficitaires	(19,4)
Actifs financiers non courants et courants	(16,1)
Coentreprises et entités associées	(6,4)
Endettement financier net (hors IFRS 16)	2 466,6

Source : Société, analyses Ledouble

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

4.2.1. Actif net comptable

Nous n'avons pas retenu la valorisation de l'Action par l'actif net comptable consolidé (ANC) qui méthodologiquement n'est pas de nature à refléter la valeur du Groupe.

À titre d'information, l'ANC par Action s'établit à 8,4 €¹³⁰ au 31 décembre 2024.

4.2.2. Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) consisterait à corriger l'actif net comptable consolidé des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan ; en l'absence d'actifs hors exploitation, notamment en matière immobilière (§ 3.3.2.3), nous n'avons pas retenu cette méthode, la valorisation des actifs d'exploitation étant réalisée par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.5.1).

4.2.3. Actualisation des dividendes

L'actualisation des dividendes (*Dividend Discount Model* ou DDM) n'a pas été retenue en tant que méthode d'évaluation. Nous avons en revanche mis en œuvre une évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes (§ 4.5.1).

4.3. Références boursières

La valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique (§ 4.3.1) et des travaux des analystes (§ 4.3.2).

¹²⁹ Aucune société mise en équivalence ne représente un poids significatif à l'échelle du Groupe.

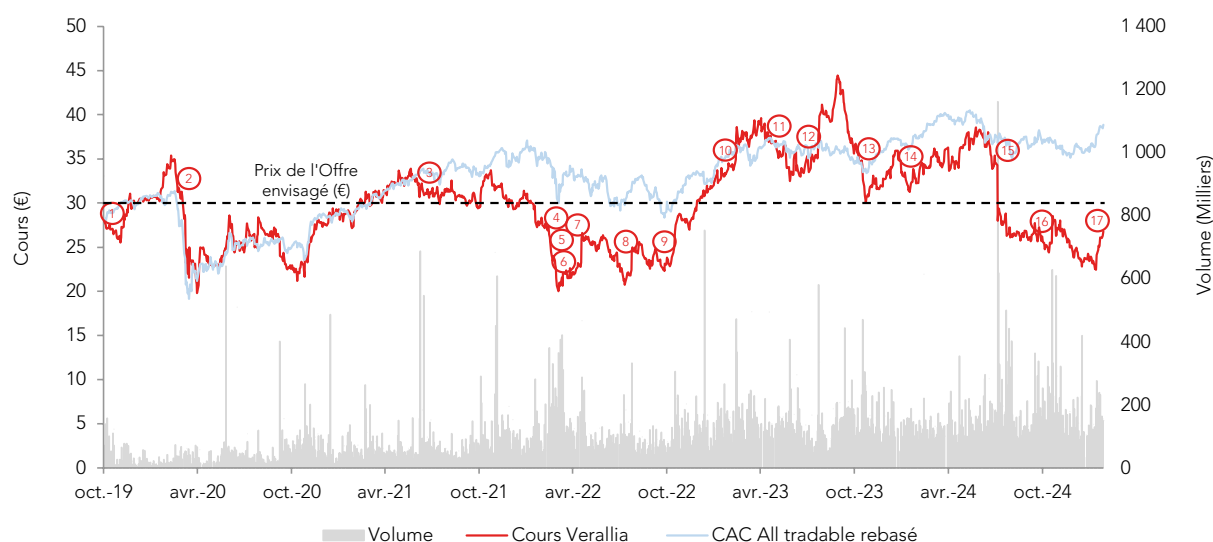
¹³⁰ Part des capitaux propres revenant au Groupe : 996,8 M€ (§ 3.3.2) rapporté au nombre d'Actions : 118.741.902 (§ 4.1.3).

4.3.1. Analyse du cours de bourse

Verallia a été introduite en bourse le 4 octobre 2019 sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris¹³¹.

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de l'Action¹³², comparée à celle du CAC All Tradable, depuis son introduction en bourse.

Analyse du cours de bourse de l'Action depuis son introduction en bourse



Source : Bloomberg

Les principales évolutions du cours de bourse de l'Action durant cette période d'observation font ressortir :

- une performance du titre Verallia en ligne avec celle du CAC All Tradable jusqu'à la cession des Actions détenues par le fonds Apollo en juin 2021 ;
- une érosion continue du cours de l'Action entre juin 2021 et mars 2022, sous l'effet des tensions inflationnistes sur le prix des matières premières et de la flambée des prix de l'énergie, atteignant un point bas de 20,02 € le 7 mars 2022 ;
- une remontée du cours jusqu'en septembre 2023, portée par une demande dynamique conduisant le Groupe à relever successivement ses objectifs annuels d'EBITDA Ajusté pour les exercices 2022 et 2023 ; l'Action a atteint son plus haut le 1^{er} septembre 2023 à 44,44€ ;
- une correction du cours à partir du mois de septembre 2023, dans un contexte de marché plus morose, accentuée par une révision à la baisse de l'objectif d'EBITDA Ajusté 2024 intervenue en juillet 2024, ayant eu pour conséquence une chute du cours de l'Action qui s'est maintenu sous le Prix de l'Offre jusqu'à l'annonce de l'Offre.

¹³¹ ISIN : FR0013447729, mnémonique : VRLA.

¹³² Les cours journaliers retenus ont été pondérés par les volumes.

Nous avons recensé les principaux événements intervenus au sein du Groupe et les avons positionnés, ci-avant, sur le graphe de l'évolution du cours de bourse de l'Action depuis son introduction en bourse.

Évènements marquants

Date	Évènements
1. 4-oct.-19	Introduction en bourse de Verallia.
2. 20-févr.-20	Incidence de la pandémie de Covid-19 sur les marchés financiers.
3. 9-juin-21	Le fonds Apollo cède 11 millions d'Actions sur les marchés financiers, soit 8,9 % du capital de la Société.
4. 16-févr.-22	Publication des résultats annuels 2021 : CA (+5,4 %), taux de marge d'EBITDA Ajusté (25,4 %).
5. 24-févr.-22	Début de l'invasion de l'Ukraine par la Russie.
6. 28-févr.-22	Verallia suspend la production sur son site de Zorya en Ukraine.
7. 20-avr.-22	Publication des résultats du T1 2022 : CA (+24 %), taux de marge d'EBITDA Ajusté (24,4 %). Confirmation de l'objectif d'EBITDA Ajusté supérieur à 700 M€, malgré le contexte macroéconomique.
8. 27-juil.-22	Publication des résultats semestriels 2022 : CA (+23,4%), taux de marge d'EBITDA Ajusté (26,0 %). Objectif annuel d'EBITDA Ajusté relevé entre 750 M€ et 800 M€.
9. 19-oct.-22	Publication des résultats du T3 2022 : CA (+24,5 %), taux de marge d'EBITDA Ajusté (26,0 %). Relèvement de l'objectif annuel d'EBITDA Ajusté à un niveau supérieur à 820 M€.
10. 15-févr.-23	Publication des résultats annuels 2022 : CA (+25,3 %), taux de marge d'EBITDA Ajusté (25,8 %).
11. 19-avr.-23	Publication des résultats du T1 2023 : CA (+40,2 %), taux de marge d'EBITDA Ajusté (29,2 %).
12. 25-juil.-23	Publication des résultats semestriels 2023 : CA (+30,7 %), taux de marge d'EBITDA Ajusté (30,8 %). Objectif annuel d'EBITDA relevé entre 1.100 M€ et 1.250M€.
13. 19-oct.-23	Publication des résultats du T3 2023 : CA (+22,1 %), taux de marge d'EBITDA Ajusté (29,8 %).
14. 14-févr.-24	Publication des résultats annuels 2023 : CA (+16,5 %), taux de marge d'EBITDA ajusté (28,4 %).
15. 8-juil.-24	Révision à la baisse de l'objectif d'EBITDA Ajusté 2024, de 1 Md€ à environ 850 M€.
16. 22-oct.-24	Publication des résultats du T3 2024 : Reprise d'une croissance organique modérée des volumes dans un environnement de marché toujours difficile.
17. 3-févr.-25	Annonce de l'Offre.

Source : Société

Nous présentons, ci-après, l'analyse des cours moyens pondérés par les volumes (« CMPV ») de l'Action à la Date de Référence.

CMPV de l'Action

€	Date de Référence
	30-janv.-25
Spot (clôture)	26,82
20 séances	24,39
60 séances	24,81
120 séances	25,62
180 séances	27,93
250 séances	29,54
12 mois	29,59
Plus bas 12 mois	22,26
Plus haut 12 mois	39,00

Source : Bloomberg

En synthèse :

- l'Action a évolué dans une fourchette de **22,26 € à 39,00 €** au cours des douze derniers mois précédant la Date de Référence avec des CMPV compris entre **24,39 € et 29,59 €** ;
- le Prix de l'Offre se situe à un niveau proche du cours moyen observé sur les douze derniers mois précédant la Date de Référence ;
- à l'annonce de l'Offre, le cours se négociait à **26,82 €**.

Nous présentons également, ci-après, la rotation de l'Action, exprimée par rapport au flottant sur les douze derniers mois :

Rotation de l'Action

	Date de Référence
	30-janv.-25
Volume échangé 12 mois	43 521 533
Flottant	55 710 862
Rotation du flottant (%)	78%

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Les volumes de titres échangés au cours des douze derniers mois illustrent la bonne liquidité du titre, avec une rotation annuelle de l'Action représentant 78% du flottant.

4.3.2. Analyse des objectifs de cours

Les cours cibles publiés par les analystes avant l'annonce de l'Offre que nous avons recensés sont présentés ci-après.

Cours cibles des analystes

Analyste	Au 30/01/2025		Dernières notes	
	Date	Cours cible	Date	Cours cible
Bank of America	9-janv.-25	33,0 €	3-févr.-25	33,0 €
Berenberg	7-nov.-24	30,0 €	20-févr.-25	28,0 €
Bernstein	28-janv.-25	35,0 €	19-févr.-25	35,0 €
BNPP Exane	23-janv.-25	30,0 €	8-avr.-25	27,5 €
Citi	28-janv.-25	39,4 €	10-mars-25	39,0 €
CM-CIC	12-déc.-24	36,0 €	17-avr.-25	36,0 €
Deutsche Bank	27-janv.-25	41,0 €	2-avr.-25	41,0 €
IDMidcaps	5-sept.-24	29,0 €	13-mars-25	30,0 €
Kepler Cheuvreux	24-oct.-24	38,0 €	10-mars-25	35,0 €
ODDO BHF	14-janv.-25	34,0 €	15-avr.-25	33,0 €
Santander	23-oct.-24	30,4 €	15-avr.-25	29,9 €
Stifel	24-oct.-24	40,3 €	17-avr.-25	36,7 €
UBS	30-oct.-24	36,0 €	10-mars-25	35,5 €
Moyenne		34,8 €		33,8 €
Médiane		35,0 €		35,0 €
Min.		29,0 €		27,5 €
Max.		41,0 €		41,0 €

Source : Bloomberg, notes d'analystes

L'objectif de cours moyen s'établit à **34,8 €**, dans une large fourchette de cours cibles, compris entre **29,0 €** et **41,0 €**, qui reflète la sensibilité de la valeur de l'Action aux hypothèses et aux paramètres de valorisation retenus.

Nous avons également pris connaissance des notes publiées par les analystes postérieurement à l'annonce de l'Offre et à la communication des résultats annuels 2024. La plupart des analystes maintiennent un cours cible à un niveau supérieur au Prix de l'Offre, avec un objectif de cours moyen ressortant à **33,8 €**, compris dans une fourchette entre **27,5 €** et **41,0 €**.

L'écart entre le cours cible moyen des analystes et la valeur centrale par Action de l'évaluation intrinsèque¹³³ (§ 4.5.1) s'explique principalement par les hypothèses retenues par les analystes concernant le taux de marge opérationnelle à long terme, l'endettement financier net¹³⁴ et le taux d'actualisation, étant précisé que les analystes ne divulguent pas toujours l'ensemble des données retenues pour établir leur cours cible.

Sur la base des dernières notes d'analystes que nous avons pu exploiter, nous relevons que :

- Deutsche Bank et Citi, qui fixent un objectif de cours respectivement à 41,0 € et 39,0 €, appliquent un taux d'actualisation respectivement de 7,7% et 8,0%, en net retrait par rapport au taux médian qui ressort à 8,8% ;
- le dernier cours cible de Stifel, ressortant à 36,7 €, repose notamment sur l'atteinte d'un taux de marge d'EBITDA de 28,3% en 2027, supérieur au taux de marge anticipé par la Direction ;
- en moyenne, les analystes estiment l'endettement financier du Groupe à environ 1,9 Md€, montant qui en apparence ne comprendrait pas la dette d'affacturage. Seul BNPP Exane semble l'intégrer et fixe son dernier objectif de cours à 27,5 €.

4.4. Référence aux transactions intervenues sur le capital de la Société

Nous relevons, à titre d'information, que sur le premier semestre 2024 BWSA/BWGI, en tant qu'actionnaire de contrôle de l'Initiateur, a acquis des Actions sur le marché, à un prix unitaire compris entre 32,77 €¹³⁵ et 35,98 €¹³⁶.

Ces transactions sont intervenues avant la chute du cours observée au second semestre 2024 suite aux annonces intervenues en juillet 2024 (§ 4.3.1).

4.5. Méthodes d'évaluation retenues

4.5.1. Valorisation intrinsèque (DCF)

4.5.1.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode d'évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash-Flow* (DCF) repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles¹³⁷ générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

¹³³ Nous comparons le cours cible moyen des analystes aux résultats de notre valorisation intrinsèque dans la mesure où ces cours cibles reposent majoritairement sur une modélisation DCF ; à cet égard, la détermination d'une valeur de l'Action à partir d'un *business plan* issu du consensus de brokers s'avère redondante avec l'analyse des objectifs de cours.

¹³⁴ Pour mémoire, la plupart des analystes ne tiennent pas compte des dettes afférentes à l'affacturage.

¹³⁵ Le 15 février 2024 pour un montant de 4,7 M€.

¹³⁶ Le 8 mars 2024 pour un montant de 1,8 M€.

¹³⁷ Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

Le calcul de la valeur terminale, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable, et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, la valeur des activités opérationnelles (valeur d'entreprise) est majorée de la trésorerie financière nette ou minorée de l'endettement financier net (§ 4.1.6).

4.5.1.2. Taux d'actualisation

Nous avons déterminé le taux d'actualisation à partir de la formule du Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) en retenant la méthode directe qui consiste à calculer le coût du capital à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise.

Le taux d'actualisation a été calculé à partir des composants suivants :

- un taux sans risque de **3,3%** correspondant à la moyenne historique 3 mois des OAT 10 ans¹³⁸ ;
- un beta de l'actif économique sur une période de 5 ans, égal à **0,83**¹³⁹ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **5,7%**¹⁴⁰ ;
- une prime de risque spécifique¹⁴¹ de **0,8%** déterminée en fonction de la contribution à l'EBITDA Ajusté des pays d'implantation du Groupe, en dehors de l'hexagone¹⁴².

Le coût moyen du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie ressort ainsi à **8,8%** :

Taux d'actualisation	
Composants	
Taux sans risque	3,3%
Beta de l'actif économique	0,83
Rendement de marché	9,0%
Prime de risque	5,7%
Prime de risque pays	0,8%
Taux d'actualisation	8,8%

Source : Bloomberg, analyse Ledouble

Nous n'avons pas intégré dans le taux d'actualisation de risque spécifique propre à la Société ou à la réalisation de ses objectifs à moyen terme.

¹³⁸ Source : Investing.

¹³⁹ Le beta de l'actif économique a été déterminé à partir de notre panel de Comparables Boursiers (§ 4.5.2).

¹⁴⁰ Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. Le rendement attendu du marché français estimé à **9,0%** à fin mars 2025 sous déduction d'un taux sans risque de 3,3%, induit une prime de risque de **5,7%**.

¹⁴¹ Notre estimation des primes de risque pays intègre :

- une composante financière calculée à partir des *spreads* des *credit default swaps* (CDS) associés au *rating* souverain des pays concernés, et
- une composante politique basée sur un *scoring* publié par Bloomberg.

¹⁴² Cette prime de risque pays, qui ressort globalement à **0,8%**, traduit un risque plus important, pour ces pays, en comparaison avec la France.

4.5.1.3. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de **2,0%**, en ligne avec les prévisions d'inflation à long terme sur les principales zones d'implantation du Groupe¹⁴³.

Ce taux est également en ligne avec celui que nous retenons pour la détermination du rendement attendu du marché français selon notre modèle interne.

4.5.1.4. Imposition

L'impôt sur les sociétés a été déterminé à partir des taux d'impôt en vigueur dans les principales zones d'implantation du Groupe, pondérés par leur contribution au résultat opérationnel du Groupe attendu sur la période de prévisions ; il s'ensuit un taux d'imposition estimé à 28,5%¹⁴⁴ à l'horizon du Plan d'Affaires.

Par ailleurs, nous avons intégré dans l'endettement financier net la valeur actuelle des déficits fiscaux activés et non activés, d'un montant de 19,4 M€ (§ 4.1.6).

4.5.1.5. Plan d'Affaires

Nous avons exploité le plan d'affaires établi par la Direction (2025-2027 LRP), présenté et approuvé avec le budget 2025, selon les procédures habituelles, par le Conseil d'Administration de la Société, le 4 décembre 2024 (le « **Plan d'Affaires** »), dont les projections couvrent la période 2025 à 2027 (la « **Période Explicite** »). Le Plan d'Affaires sert également de référence à l'Initiateur et aux Établissements Présentateurs pour l'appréciation du Prix de l'Offre.

Les trajectoires du Plan d'Affaires ont été établies à partir d'une approche « *bottom-up* » par secteur opérationnel.

À titre informatif, les trajectoires sous-tendant le Plan d'Affaires sont exploitées dans le cadre des tests annuels de dépréciation des actifs auxquels nous avons également eu accès.

En date du 23 avril 2025, le Groupe a communiqué ses résultats du premier trimestre 2025, et a révisé en conséquence le budget 2025 en année pleine (le « **Budget 2025 Révisé** »), qui est en retrait par rapport à la première année du Plan d'Affaires¹⁴⁵ :

- l'objectif d'EBITDA Ajusté 2025 est désormais « *attendu autour de 800 M€* » versus un niveau proche de celui de 2024 (soit 842,5 M€) initialement ;
- Verallia est par ailleurs « *confiant dans sa capacité à générer un free cash-flow supérieur à 200 M€ (contre environ 200 M€¹⁴⁶ initialement), en ligne avec l'engagement du Groupe de concentrer ses efforts en 2025 sur sa génération de trésorerie* » ; les prévisions de flux de trésorerie retenues dans le Plan d'Affaires en 2025 s'avèrent supérieures à cet objectif.

¹⁴³ Prévisions d'inflation pondérées par la contribution de ces zones au chiffre d'affaires réalisé en 2024.

¹⁴⁴ Le taux d'impôt estimé à 28,5% résulte d'une pondération des zones d'implantation du Groupe, car sur la période de prévisions du Plan d'Affaires, il s'avère impossible de déterminer un impôt en suivant une approche « *bottom-up* ».

¹⁴⁵ « Résultats du premier trimestre 2025 : Confirmation de la reprise des volumes dans un environnement de marché difficile – Mise à jour des perspectives 2025 », [23 avril 2025](#), p. 1.

¹⁴⁶ « Résultats annuels 2024 : Rentabilité robuste avec une marge d'EBITDA supérieure à 24% dans un marché difficile ; croissance organique des volumes confirmée au T4 », [19 février 2025](#), p. 2.

Afin de préserver l'homogénéité entre les hypothèses pluriannuelles du Plan d'Affaires, nous avons réalisé l'Évaluation Multicritère en nous fondant sur ce dernier pris en l'état, tout en examinant l'impact sur la valeur de l'Action du Budget 2025 Révisé¹⁴⁷, sans aucun changement sur les années du Plan d'Affaires postérieures à 2025.

(i) Période Explicite

Le Plan d'Affaires, construit en « *bottom-up* » à partir des projections établies aux bornes des secteurs opérationnels, n'intègre pas d'opérations de croissance externe ; il se traduit globalement sur la Période Explicite par :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires qui devrait notamment être portée par :
 - des gains de parts de marché en Europe en 2025, d'une part, sur le marché intérieur en France, au Royaume-Uni et en Allemagne et, d'autre part, à l'exportation en France et en Italie ;
 - plus globalement, une reprise de la demande du marché, se traduisant par une croissance de l'activité, entièrement portée par une hausse des volumes, notamment dans les segments des vins tranquilles, des boissons non alcoolisées et des spiritueux ;
- un niveau de marge d'EBITDA Ajusté sur l'ensemble de la Période Explicite en nette progression, atteignant un taux proche de 26% en 2027 ; ce niveau de marge n'a été atteint qu'en 2022 (25,8%) et dépassé qu'en 2023 (28,4%)¹⁴⁸, principalement sous l'effet d'une forte hausse des prix de vente, qui a plus que compensé l'augmentation des coûts de production sur ces deux années ;
- une enveloppe annuelle d'investissements en retrait par rapport au niveau historique moyen¹⁴⁹ du Groupe.

À partir des données prévisionnelles du Plan d'Affaires et des informations complémentaires qui nous ont été transmises par la Direction, nous avons déterminé les flux prévisionnels de trésorerie en tenant compte notamment de l'incidence de la norme IFRS 16 et de la charge de loyers prévisionnels pour aboutir à une vision « *cash* ».

(ii) Période d'Extrapolation

Nous avons extrapolé le Plan d'Affaires sur la période 2028 à 2029 (la « **Période d'Extrapolation** »), dont les trajectoires prévisionnelles se traduisent globalement par :

- une croissance annuelle de chiffre d'affaires convergeant linéairement vers 2,0% ;
- un taux de marge d'EBITDA Ajusté à long terme convergeant linéairement vers 27,0%, et s'inscrivant ainsi dans la fourchette cible de la Direction, comprise entre 26,0% et 28,0% ;

¹⁴⁷ Nous avons majoré le flux de trésorerie du Budget 2025 Révisé des frais occasionnés par l'Offre ; nous comprenons que l'EBITDA Ajusté exclut ces frais, classés en éléments non courants.

¹⁴⁸ Le niveau moyen de taux de marge d'EBITDA Ajusté sur la période 2016 à 2024 ressort à 24,0%.

¹⁴⁹ Sur la période 2020 à 2024, le niveau moyen d'investissements, rapporté au chiffre d'affaires, ressort à environ 10,0% ; ce taux se recoupe avec celui observé sur une plus longue période (2016 à 2024).

- des investissements moyens, rapporté au chiffre d'affaires, de 9,5% ; cette trajectoire permet de converger linéairement vers 10,0% en valeur terminale (cf. infra iii), en tenant compte d'investissements de décarbonation en relation avec les engagements environnementaux du Groupe (§ 3.1.3) ;
- un niveau de BFR opérationnel¹⁵⁰ conforme aux prévisions de la Direction ;
- un taux d'impôt sur les sociétés moyen sur l'ensemble des zones d'implantation du Groupe rapporté à l'EBIT (28,5%), équivalent à celui retenu en 2027.

(iii) Construction de la valeur terminale

La valeur terminale calculée à l'issue de la Période d'Extrapolation résulte :

- de la capitalisation au taux d'actualisation, minoré du taux de croissance perpétuelle, d'un *cash-flow* d'exploitation fiscalisé considéré comme récurrent ; et
- de l'actualisation de la valeur terminale ainsi obtenue.

Notre calcul de la valeur terminale repose sur un flux normatif déterminé à partir des hypothèses clés suivantes :

- un taux de croissance perpétuelle de 2,0% (§ 4.5.1.3) ;
- un taux de marge d'EBITDA Ajusté égal à 27,0% (cf. supra ii) ;
- un niveau d'investissement rapporté au chiffre d'affaires de 10%¹⁵¹ (cf. supra ii) ;
- une variation du BFR en lien avec la croissance perpétuelle ;
- la reconduction du taux d'impôt sur les sociétés (cf. supra ii).

(iv) Commentaires sur les trajectoires prévisionnelles

Nous estimons que les hypothèses du Plan d'Affaires, le taux de marge opérationnelle cible de la Direction au-delà de la Période Explicite, ainsi que les aléas d'exécution au regard, d'une part, des réalisations historiques et, d'autre part, du retrait du Budget 2025 Révisé par rapport à la première année du Plan d'Affaires sans modification des années suivantes, confèrent à ces prévisions un caractère volontariste ; en particulier :

- la croissance de l'activité du Groupe dépasse celle des Comparables Boursiers en 2025, notamment par l'anticipation de gains de parts de marché, étant précisé que, compte tenu de la structure de coûts principalement fixe, toute baisse du chiffre d'affaires a des répercussions significatives sur le taux de marge opérationnelle ;
- le niveau de rentabilité anticipé pour déterminer la valeur terminale est supérieur à ceux atteints par Verallia historiquement, à l'exception de l'année 2023 (cf. supra i) ;
- les prévisions de flux de trésorerie retenues dans le Plan d'Affaires en 2025 s'avèrent supérieures à ceux de la Guidance qui annonçait environ 200 M€.

¹⁵⁰ Hors affacturage et dettes fournisseurs sur immobilisations.

¹⁵¹ Ce taux de Capex est en ligne avec son niveau historique.

4.5.1.6. Synthèse de la valorisation DCF

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées :

- du taux d'actualisation (+/- 0,25 bp par rapport au taux d'actualisation de 8,8%) et du taux de croissance perpétuelle (+/- 0,25 bp par rapport au taux de croissance perpétuelle de 2,0%) :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	8,3%	8,6%	8,8%	9,1%	9,3%
1,5%	32,5	30,6	28,8	27,2	25,7
1,8%	34,1	32,1	30,2	28,5	26,9
2,0%	35,8	33,7	31,7	29,8	28,1
2,3%	37,7	35,4	33,2	31,3	29,4
2,5%	39,7	37,2	34,9	32,8	30,9

- du taux d'actualisation (+/- 0,25 bp par rapport au taux d'actualisation de 8,8%) et du taux de marge d'EBITDA Ajusté (+/- 0,50 bp par rapport au taux de marge d'EBITDA Ajusté de 27,0%) :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Taux de marge EBITDA Ajusté	Taux d'actualisation				
	8,3%	8,6%	8,8%	9,1%	9,3%
26,0%	32,8	30,8	29,0	27,2	25,6
26,5%	34,3	32,2	30,3	28,5	26,9
27,0%	35,8	33,7	31,7	29,8	28,1
27,5%	37,3	35,1	33,0	31,1	29,4
28,0%	38,8	36,5	34,4	32,4	30,6

La valeur centrale de l'Action ressort à **31,7 €**, dans une fourchette de valeurs de **29,8 €** à **33,7 €**¹⁵².

En retenant comme hypothèse centrale un taux de marge d'EBITDA Ajusté de 26,0%, correspondant au taux de marge anticipé en 2027 (§ 4.5.1.5.i), la valeur centrale de l'Action ressort, comme indiqué *supra*, à **29,0 €**.

En substituant à la première année du Plan d'Affaires le Budget 2025 Révisé, et en répliquant les deux analyses de sensibilité ci-avant, la valeur centrale de l'Action s'établit à **31,3 €**, dans une fourchette de valeurs de **29,4 €** à **33,3 €** :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	8,3%	8,6%	8,8%	9,1%	9,3%
1,5%	32,1	30,2	28,4	26,8	25,3
1,8%	33,7	31,7	29,8	28,1	26,5
2,0%	35,4	33,3	31,3	29,4	27,7
2,3%	37,3	35,0	32,8	30,9	29,0
2,5%	39,3	36,8	34,5	32,4	30,5

¹⁵² La Direction nous a transmis des analyses de sensibilité du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA à une hausse des droits de douane en fonction de l'exposition, directe et indirecte du Groupe, au marché américain.

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Taux de marge	Taux d'actualisation				
	8,3%	8,6%	8,8%	9,1%	9,3%
EBITDA Ajusté					
26,0%	32,4	30,4	28,6	26,8	25,2
26,5%	33,9	31,8	29,9	28,1	26,5
27,0%	35,4	33,3	31,3	29,4	27,7
27,5%	36,9	34,7	32,6	30,7	29,0
28,0%	38,4	36,1	34,0	32,0	30,2

En tenant compte de la Guidance communiquée au marché en ce qui concerne les flux prévisionnels de trésorerie 2025 (§ 4.5.1.5.iv), et sans aucune autre modification sur les projections ultérieures du Plan d'Affaires, la valeur centrale de l'Action ressort à **30,9 €**, dans une fourchette de valeurs de **29,1 € à 32,9 €**.

4.5.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de l'Action par référence aux multiples observés sur un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »).

4.5.2.1. Composition de l'échantillon de Comparables Boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Verallia réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes de taille, de rentabilité et de zones d'implantation.

Nous avons toutefois constitué un panel composé d'acteurs mondiaux cotés, intervenant sur le marché de l'emballage en verre et faisant usuellement référence dans ce secteur d'activités. Nous en présentons, ci-après, les capitalisations boursières¹⁵³ :

Capitalisation Boursière des Comparables Boursiers (M€)		
Société	Pays	Capitalisation boursière
Verallia	France	3 266
Vidrala	Espagne	3 199
O-I Glass	États-Unis	1 665
Zignago Vetro	Italie	860
Vetropack	Suisse	559
Moyenne		1 571

Source : Bloomberg

Les principales caractéristiques de notre échantillon de Comparables Boursiers sont présentées en **Annexe 8**.

En termes de taille et de position sur le marché, Vidrala tend à se rapprocher davantage que les autres Comparables Boursiers de Verallia¹⁵⁴.

¹⁵³ En moyenne 3 mois.

¹⁵⁴ La rentabilité de Vidrala est toutefois supérieure à celle de Verallia (§ 4.5.2.3).

4.5.2.2. Modalités de calcul des multiples de valeur d'entreprise

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe selon le seul critère de volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- d'EBIT, compte tenu des écarts significatifs observés entre le niveau des Capex et celui des dotations aux amortissements, au sein de l'échantillon des Comparables Boursiers et de Verallia ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait notamment des écarts de structure financière.

Ainsi, nous avons appliqué aux agrégats du Plan d'Affaires les multiples d'EBITDA et d'EBITDA minoré des Capex (« **EBITDA - Capex** ») pour les années 2025 et 2026.

Toutefois, nous ne retiendrons dans la synthèse de l'Évaluation Multicritère que les résultats issus des multiples d'EBITDA - Capex, compte tenu des différences d'intensité capitalistique observées au sein de notre échantillon de Comparables Boursiers et du Groupe (§ 4.6).

Nous nous sommes référés pour le calcul des multiples de chacun des Comparables Boursiers :

- à leur capitalisation boursière moyenne des 3 derniers mois ;
- à la dernière dette financière nette publiée, s'intercalant entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- aux estimations d'EBITDA et de Capex issues des consensus d'analystes pour les années 2025 et 2026.

4.5.2.3. Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers

L'examen du profil et des multiples de valeur d'entreprise des Comparables Boursiers appelle de notre part les commentaires suivants :

- Verallia est d'une taille supérieure à celle des Comparables Boursiers, à l'exception de Vidrala, dont la taille est comparable (§ 4.5.2.1) ;
- le panel de Comparables Boursiers affiche un niveau de rentabilité moyen similaire à celui de Verallia, à l'exception de Vidrala, dont la rentabilité est nettement supérieure.

Profil opérationnel des Comparables Boursiers

Société	Croissance chiffre d'affaires			Marge EBITDA			Capex (% CA)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Vidrala	11%	(1%)	3%	28%	29%	29%	(10%)	(11%)	(10%)
O-I Glass	(8%)	(2%)	1%	15%	18%	19%	(8%)	(7%)	(7%)
Zignago Vetro	(12%)	5%	4%	22%	24%	25%	(15%)	(11%)	(11%)
Vetropack	(6%)	1%	3%	13%	18%	19%	(11%)	(9%)	(9%)
Moyenne	(4%)	1%	3%	20%	22%	23%	(11%)	(9%)	(9%)

Source : Bloomberg

Sur la base de multiples d'EBITDA - Capex moyens compris entre 9,5x et 10,7x, la valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers s'inscrit dans une fourchette de valeurs de :

- **22,5 € à 24,7 €** par référence au Plan d'Affaires ;
- **22,5 € à 22,9 €** par référence, pour 2025 au Budget 2025 Révisé, et pour 2026 au Plan d'Affaires.

Pour information, la valeur analogique de l'Action obtenue par les multiples moyens d'EBITDA compris entre 5,7x et 6,1x, sous déduction de l'endettement financier net (§ 4.1.6), s'inscrit dans une fourchette de valeurs de :

- **20,9 € à 22,2 €** par référence au Plan d'Affaires ;
- **19,0 € à 22,2 €** par référence, pour 2025 au Budget 2025 Révisé, et pour 2026 au Plan d'Affaires.

Multiplés EBITDA et EBITDA - Capex				
Société	xEBITDA		xEBITDA - Capex	
	2025	2026	2025	2026
Vidrala	7,7x	7,4x	12,2x	11,2x
O-I Glass	5,3x	4,9x	8,3x	7,5x
Zignago Vetro	6,9x	6,3x	12,7x	11,2x
Vetropack	4,7x	4,3x	9,5x	8,1x
Moyenne	6,1x	5,7x	10,7x	9,5x

Source : Bloomberg

La valorisation analogique par les Comparables Boursiers est en retrait par rapport au cours de bourse de l'Action. À cet égard, nous notons que la capitalisation boursière des Comparables Boursiers a suivi une tendance baissière sur les derniers mois, tandis que celle de Verallia est affectée depuis le mois de janvier 2025 par l'annonce de l'Offre.

À titre informatif, nous avons valorisé l'Action en utilisant les multiples d'EBITDA - Capex prévisionnels de Vidrala, dont la rentabilité est nettement supérieure à celle du Groupe¹⁵⁵. Il en résulte une valorisation analogique de l'Action comprise entre :

- **30,4 € à 31,2 €** par référence au Plan d'Affaires ;
- **29,2 € à 30,4 €** par référence, pour 2025 au Budget 2025 Révisé, et pour 2026 au Plan d'Affaires.

¹⁵⁵ Historiquement, le cours de bourse de Vidrala fait ressortir une prime de l'ordre de 30% sur le multiple implicite VE/EBITDA, par rapport à celui de Verallia.

4.5.3. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

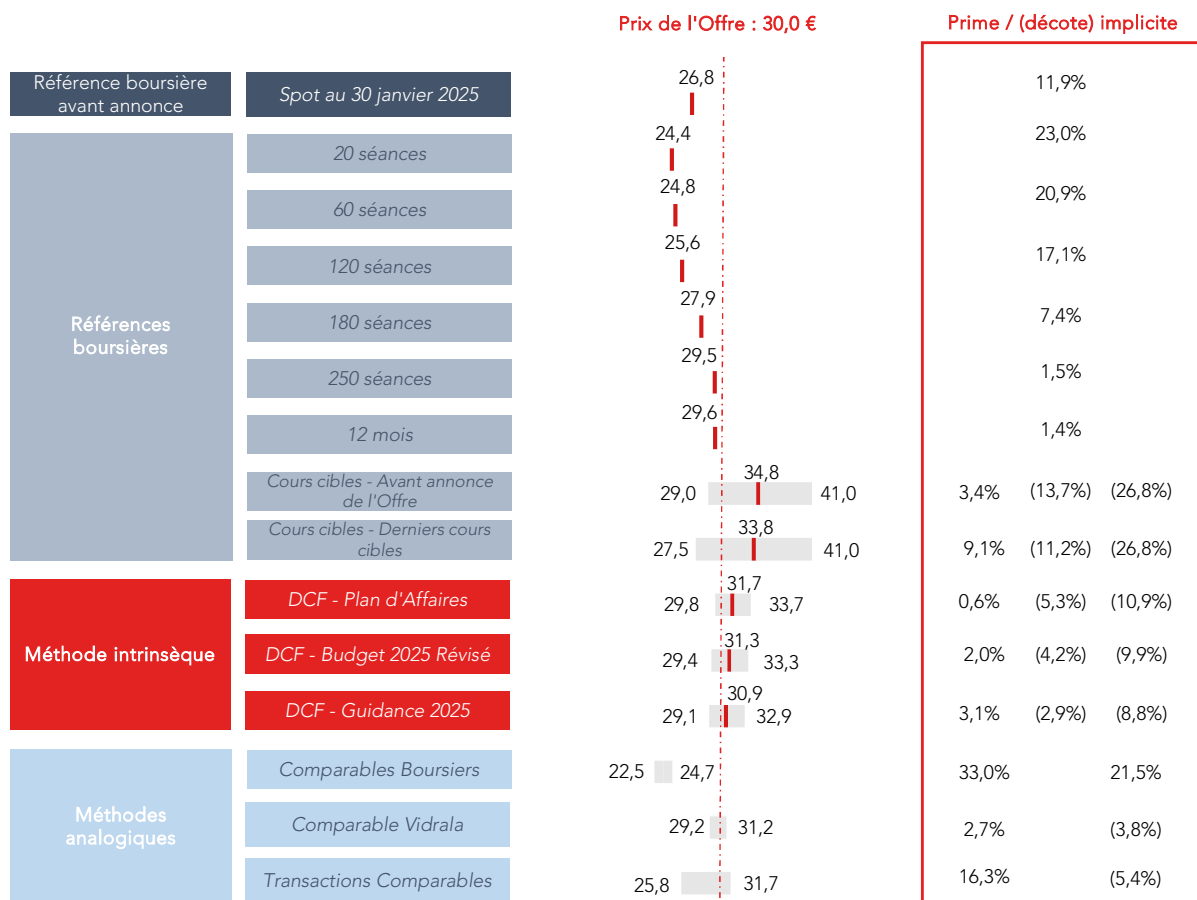
Nous avons également valorisé l'Action par référence aux transactions récentes intervenues sur le marché de l'emballage en verre sur une période d'observation de 5 ans à compter du 1^{er} janvier 2020 (les « Transactions Comparables »), présentées en **Annexe 9**.

En l'absence d'informations suffisantes pour déterminer des multiples d'EBITDA - Capex, nous avons valorisé le Groupe à l'appui des multiples d'EBITDA issus de notre échantillon de Transactions Comparables, sans retraiter les primes de contrôle susceptibles d'avoir été consenties par les acquéreurs.

Ces multiples transactionnels se situent dans une fourchette de **6,8x à 7,7x¹⁵⁶** ; en les appliquant aux agrégats historiques 2024 du Groupe, et sous déduction de l'endettement financier net (§ 4.1.6), la valeur analogique de l'Action par les Transactions Comparables s'inscrit dans une fourchette de **25,8 € à 31,7 €**.

4.6. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les valeurs obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le graphe ci-dessous, qui mentionne également le niveau des primes ou des décotes induites par le Prix de l'Offre de **30,0 €** (dividende 2024 de 1,70 € attaché¹⁵⁷), sur l'ensemble des références et des méthodes d'évaluation que nous avons examinées et mises en œuvre :



¹⁵⁶ Les bornes de la fourchette résultent de la prise en compte du multiple le plus bas et du multiple le plus élevé issus de notre échantillon de Transactions Comparables ; nous n'avons pas retraité les primes de contrôle.

¹⁵⁷ Après détachement du dividende 2024, le Prix de l'Offre s'établira à 28,30 € par Action ; le dividende à distribuer sera détaché de l'Action le 13 mai 2025 et sera mis en paiement le 15 mai 2025.

L'Évaluation Multicritère repose sur le Plan d'Affaires établi par la Direction qui traduit des objectifs que nous estimons volontaristes, en intégrant notamment :

- une hypothèse de gains de parts de marché à court terme (§ 4.5.1.5.iv) ; et
- l'atteinte d'un niveau de rentabilité de 27,0% à long terme, correspondant à un niveau élevé au regard des performances historiques du Groupe (§ 4.5.1.5 iii).

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous constatons que le Prix de l'Offre extériorise :

- par référence aux critères boursiers :
 - une prime sur le cours spot¹⁵⁸ à la date d'annonce de l'Offre, de **11,9%** ;
 - des primes sur les cours de bourse des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre, comprises entre **1,4%** et **23,0%**, en fonction des dates et des périodes d'observation ;
- par référence aux méthodes d'évaluation analogique :
 - des primes sur les valeurs issues de l'évaluation analogique par les Comparables Boursiers, comprises entre **21,5%** et **33,0%** ;
 - une prime de **16,3%** par rapport à la borne basse, et une décote de **5,4%** par rapport à la borne haute de la fourchette d'évaluation obtenue par les Transactions Comparables, que nous n'avons pas retraitées des primes de contrôle susceptibles d'avoir été consenties par les acquéreurs ;
- par référence aux méthodes d'évaluation intrinsèque :
 - une décote de **5,3%** sur notre estimation de la valeur centrale de l'Action selon la méthode d'évaluation intrinsèque (DCF), réduite à **2,9%** en retenant la Guidance en ce qui concerne les flux prévisionnels de trésorerie 2025 ; le Prix de l'Offre de 30,0 € se positionne dans le bas de l'intervalle de valeurs, borné respectivement à **29,8 €** et **29,1 €**, la prise en compte de la Guidance minorant la valeur de l'Action à concurrence d'environ 0,8 €. Nous rappelons que :
 - compte tenu du profil de la Société et de sa structure de coûts, la valeur de l'Action est particulièrement sensible aux paramètres d'actualisation et aux hypothèses prévisionnelles retenues ;
 - notre taux d'actualisation n'intègre pas de prime de risque spécifique qui aurait pu trouver à s'appliquer compte tenu de la stratégie ambitieuse reflétée par le Plan d'Affaires ;
 - en tablant sur une stabilisation à moyen terme de la profitabilité au niveau du taux de marge d'EBITDA Ajusté de 26%¹⁵⁹ anticipé par la Direction en 2027, la valeur de l'Action serait inférieure au Prix de l'Offre (§ 4.5.1.6) ;
 - une décote de **13,7%** par rapport au cours cible moyen publié par les analystes, fondé principalement sur la méthode DCF, avant l'annonce du projet d'Offre ; l'écart entre le cours cible moyen et la valeur centrale par Action que nous déterminons en évaluation intrinsèque s'explique principalement, à l'examen des notes d'analystes pour celles qui s'avèrent suffisamment explicites, par les différences d'hypothèses relatives aux taux de marge opérationnelle à long terme, de construction de l'endettement financier net, et de calcul de taux d'actualisation.

¹⁵⁸ Cours spot non affecté des rumeurs sur l'éventualité d'une Offre (§ 4.1.2).

¹⁵⁹ Ce niveau de marge n'a été atteint qu'en 2022 et dépassé qu'en 2023 (§ 4.5.1.5.i)

5. Analyse des éléments de valorisation des Établissements Présentateurs

Nous avons examiné les travaux d'évaluation réalisés par BofA et CA-CIB en leur qualité d'Établissements Présentateurs, relatés dans le Projet de Note d'Information¹⁶⁰.

Les principales convergences ou divergences constatées dans le choix des critères et méthodes d'évaluation, ainsi que dans leur mise en œuvre, peuvent se résumer comme suit.

5.1. Critères et méthodes d'évaluation retenus

Les critères et méthodes d'évaluation que nous avons retenus sont, dans l'ensemble, comparables à ceux utilisés par les Établissements Présentateurs.

5.2. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Notre estimation de la valeur de l'Action repose sur un endettement financier net de 2.467 M€ (§ 4.1.6) ; en regard, les Établissements Présentateurs ont retenu un endettement financier net de 2.487 M€ :

Comparaison de l'endettement financier net en valorisation intrinsèque	
M€	déc.-24
Endettement financier net - Ledouble	2 467
Intérêts minoritaires	(80)
Valeur actuelle des IDP liés à des décalages fiscaux temporaires	(49)
<i>Restricted cash</i>	86
Valeur actuelle des reports déficitaires	19
Actifs financiers non courants et courants	16
Provisions pour risques et charges	14
Dépôts versés au titre de l'affacturage	13
Endettement financier net - Établissements Présentateurs	2 487

L'examen comparé des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres appelle de notre part les commentaires suivants :

- les Établissements Présentateurs retiennent la valeur nette comptable des intérêts minoritaires, alors que nous avons réévalué les intérêts minoritaires de la société Rayen Cura en Argentine (80 M€) afin de refléter leur valeur économique ;
- BofA et CA-CIB ne prennent en compte aucun impôt différé¹⁶¹, tandis que nous intégrons la valeur actualisée des IDP liés à des décalages fiscaux temporaires (49 M€) ainsi que celle des déficits fiscaux (19 M€) ;
- les Établissements Présentateurs excluent la trésorerie détenue dans des pays soumis à des restrictions immédiates de convertibilité ou de transférabilité des devises (86 M€) ; nous retenons l'intégralité de la trésorerie et des équivalents de trésorerie comptabilisés au 31 décembre 2024, en considérant que le *restricted cash* concourt à l'exploitation du Groupe *in situ* ;

¹⁶⁰ Projet de Note d'Information, § 3 « Éléments d'appréciation du Prix de l'Offre », p. 32-45.

¹⁶¹ À l'exception des IDA sur les provisions pour risques et charges.

- nous avons tenu compte des actifs financiers non courants et courants (16 M€) ;
- un écart subsiste sur le montant des provisions pour risques et charges du fait d'une divergence dans le calcul des IDA afférents aux provisions pour avantages au personnel (14 M€) ;
- nous avons tenu compte des dépôts versés au titre de l'affacturage (13 M€).

5.3. Références boursières

En synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre, les Établissements Présentateurs retiennent les CMPV 1 mois, 2 mois, 3 mois, 6 mois, tandis que notre analyse s'appuie sur des CMPV calculés sur des périodes exprimées en nombre de séances de bourse, à l'exception du CMPV 12 mois.

En ce qui concerne les cours cibles des analystes financiers, les Établissements Présentateurs se réfèrent aux notes de brokers les plus récentes, tandis que nous avons retenu, en sus, dans la synthèse de nos travaux, ceux précédant l'annonce de l'Offre.

5.4. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

L'examen comparé de l'application de la méthode DCF fait apparaître les principales différences suivantes :

- Taux d'actualisation :
 - les Établissements Présentateurs se réfèrent, dans le principe, à un coût moyen pondéré du capital (Wacc) en approche « indirecte », dissociant le coût des fonds propres et celui de la dette, alors que nous retenons un coût du capital en approche « directe », à partir du beta de l'actif économique ;
 - les taux d'actualisation convergent *in fine* (8,7% pour BofA et CA-CIB *versus* 8,8% pour Ledouble), mais recèlent les différences méthodologiques suivantes¹⁶² :
 - un taux sans risque déterminé à partir du taux *spot* de l'OAT France 10 ans (BofA et CA-CIB) *versus* une moyenne 3 mois de l'OAT France 10 ans (Ledouble) ;
 - une prime de risque de marché France *spot* issue de *Bloomberg* (BofA et CA-CIB) *versus* une prime de risque déterminée à partir du rendement attendu du marché français, en moyenne 6 mois, diminué du taux sans risque France (Ledouble) ;
 - nous intégrons une prime de risque pays spécifique (0,8%) dans le calcul du taux d'actualisation.
- Nous tablons, comme les Établissements Présentateurs, sur un taux de croissance perpétuelle de 2,0%.
- BofA et CA-CIB maintiennent un taux de marge d'EBITDA Ajusté de 25,8% sur la Période d'Extrapolation ainsi que pour la construction de la valeur terminale, tandis que Ledouble retient un taux de marge convergeant linéairement vers 27,0% en valeur terminale¹⁶³.

¹⁶² L'incidence du taux d'actualisation sur la valeur par Action ressort à 1,0 € par Action.

¹⁶³ L'incidence des différences d'hypothèses sur l'évolution du taux de marge d'EBITDA Ajusté sur la Période Explicite et en valeur terminale ressort à 3,3 € par Action.

Hormis l'incidence liée au taux d'actualisation et aux hypothèses de taux de marge d'EBITDA Ajusté retenues au-delà de la Période Explicite, les autres différences méthodologiques n'ont pas d'incidence majeure sur la valeur centrale de l'Action en valorisation intrinsèque qui, en tenant compte du Budget 2025 Révisé, ressort *in fine* à **31,3 €** dans une fourchette de **29,4 €** à **33,3 €** pour Ledouble *versus* **28,4 €** dans une fourchette de **25,3 €** à **31,9 €** pour BofA et CA-CIB.

Nous présentons l'impact de la Guidance 2025 dans la synthèse de l'Évaluation Multicritère.

5.5. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Les Établissements Présentateurs ont estimé la valeur de l'Action selon la méthode d'évaluation analogique par les Comparables Boursiers dans une fourchette de **16,2 €** à **22,4 €**, en retrait par rapport à nos valeurs qui sont comprises entre **22,5 €** et **24,7 €**.

L'examen comparé de la valorisation analogique par les Comparables Boursiers appelle de notre part les commentaires suivants :

- l'échantillon de Comparables Boursiers retenu par BofA et Ledouble est identique ;
- nous avons également estimé la valeur de l'Action sur la base des multiples de Vidrala ;
- en ce qui concerne la mise en œuvre de cette méthode, les agrégats retenus de part et d'autre sont les suivants :
 - les Établissements Présentateurs retiennent les multiples d'EBITDA et d'EBITA¹⁶⁴, tandis que nous privilégions les multiples d'EBITDA - Capex¹⁶⁵ ;
 - nous avons calculé les multiples à partir des capitalisations boursières des Comparables Boursiers en moyenne 3 mois *versus* un cours *spot* pour BofA et CA-CIB.

5.6. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Les Établissements Présentateurs ont estimé la valeur de l'Action selon la méthode d'évaluation analogique par les Transactions à **27,2 €**, qui s'inscrit dans l'intervalle de nos valeurs, comprises entre **25,8 €** et **31,7 €**.

L'examen comparé de la valorisation analogique par les Transactions Comparables appelle de notre part les commentaires suivants :

- les transactions analysées respectivement par BofA et Ledouble se recourent partiellement¹⁶⁶ ;
- nous nous sommes limités à la période 2020 à 2025 pour le recensement des transactions ; les Établissements Présentateurs ont retenu des transactions intervenues depuis 2013.

¹⁶⁴ EBIT pré-IFRS 16 majoré des dotations aux amortissements liées au PPA.

¹⁶⁵ Nous avons également mobilisé les multiples d'EBITDA, sans toutefois en retenir les résultats dans la synthèse de l'Évaluation Multicritère.

¹⁶⁶ Nous n'avons pas retenu l'acquisition de la société Consol Holdings par Ardagh Group dans le panel de Transactions Comparables, dans la mesure où la cible exerce son activité exclusivement sur le continent africain, qui se situe en dehors des zones d'implantation du Groupe.

5.7. Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux des Établissements Présentateurs est exposée ci-après :

Comparaison des valeurs de l'Action

€/Action	Ledouble			BofA - CA-CIB		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Prix de l'Offre	30,0 €			30,0 €		
Références boursières						
Spot au 30 janvier 2025	26,8 €			26,8 €		
20 séances	24,4 €			24,3 € *		
2 mois				24,1 €		
60 séances	24,8 €			25,0 € *		
120 séances	25,6 €			25,7 € *		
180 séances	27,9 €					
250 séances	29,5 €					
12 mois	29,6 €			29,6 €		
Cours cible des analystes financiers - Avant l'annonce de l'Offre	29,0 €	34,8 €	41,0 €			
Cours cible des analystes financiers - Derniers cours cibles	27,5 €	33,8 €	41,0 €	27,5 €	33,8 €	41,0 €
Approche intrinsèque						
DCF - Plan d'Affaires	29,8 €	31,7 €	33,7 €			
DCF - Budget 2025 Révisé	29,4 €	31,3 €	33,3 €	25,3 €	28,4 €	31,9 €
DCF - Guidance 2025	29,1 €	30,9 €	32,9 €			
Approches analogiques						
Comparables Boursiers	22,5 €		24,7 €	16,2 €		22,4 €
Comparable Vidrala	29,2 €		31,2 €			
Transactions Comparables	25,8 €		31,7 €	27,2 €		

* Par simplification, les CMPV 1 mois, 3 mois et 6 mois déterminés par les Établissements Présentateurs sont assimilés dans le tableau ci-dessus aux CMPV 20 séances, 60 séances et 120 séances.

6. Opérations liées à l'Offre

Comme indiqué ci-avant (§ 2.6), les opérations suivantes, de nature financière, résultent des engagements de l'Initiateur à l'égard de la Société consignés dans la Lettre d'Engagement adressée au Conseil d'Administration en date du 23 avril 2025.

6.1. Mécanisme de Liquidité

Le Mécanisme de Liquidité n'est pas contractuellement formalisé avec les personnes susceptibles d'en bénéficier ; dès lors, nous ne sommes pas en mesure de nous prononcer sur son contenu.

Les principes qui en sont exposés dans le Projet de Note d'Information appellent de notre part les observations suivantes :

- le Mécanisme de Liquidité, à convenir directement avec l'Initiateur ou par l'intermédiaire de la Société, permettrait aux détenteurs d'Actions issues des Plans d'Actions Gratuites Indisponibles, après la clôture de l'Offre Réouverte, et en cas de survenance du défaut de liquidité susmentionné (§ 2.6), de bénéficier d'une liquidité pour ces Actions Gratuites Indisponibles, à un prix qui serait déterminé en cohérence¹⁶⁷ avec le Prix de l'Offre ;

¹⁶⁷ Notamment par application d'une formule incluant un iso-multiple déterminé sur la base du Prix de l'Offre.

- à cet égard, la conclusion d'un dispositif assurant la liquidité d'Actions Gratuites Indisponibles, en cohérence avec le Prix de l'Offre, est usuel.

Nous comprenons en outre, à la lecture de la Lettre d'Engagement et à l'issue des échanges avec nos interlocuteurs, que le Mécanisme de Liquidité ne pourrait s'appliquer qu'aux Actions Gratuites Indisponibles.

6.2. Coûts liés au refinancement ou à la renégociation des accords de financement

La Société a fait part dans un communiqué du 24 avril 2025¹⁶⁸ de l'impact de l'Offre sur les financements du Groupe.

L'Initiateur s'engage, aux termes de la Lettre d'Engagement, à assumer, dans la limite d'un montant de 12,5 M€, la charge des coûts exceptionnels pouvant résulter, du fait du changement de contrôle, du refinancement ou de la renégociation de certains des accords de financement existants.

À l'appui des informations dont nous disposons, le montant maximum de ces coûts non couverts par l'engagement de l'Initiateur rapporté au nombre d'Actions serait de l'ordre de 0,4 € par Action¹⁶⁹. La valeur unitaire des Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre et celles qui seront détenues par l'Initiateur à l'issue de l'Offre se trouvera *de facto* minorée à due concurrence.

6.3. Synthèse

Sur le plan financier, nous n'avons pas relevé dans la Lettre d'Engagement de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre.

Le Projet de Note d'Information ne fait pas état d'autres dispositions susceptibles d'être assimilées à des opérations connexes à l'Offre et il ne nous en a pas été signalé.

7. Observations formulées par des Actionnaires

Par un communiqué de presse du 10 mars 2025, Verallia a fait part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant.

Nous avons relayé cette information sur notre site internet dès le [10 mars 2025](#).

Nous n'avons pas reçu de courrier de la part d'Actionnaires, et il ne nous en a pas été signalé par la Société, l'Initiateur ou les services de l'AMF.

¹⁶⁸ « Dépôt du projet de note d'information relative à l'offre publique d'acquisition initiée par BWGI – Consultation des prêteurs du Groupe », [24 avril 2025](#).

¹⁶⁹ Après prise en compte de l'incidence d'une actualisation à l'horizon de la maturité des emprunts obligataires et de la déductibilité fiscale de ces charges.

8. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère ;
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre.

Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs titres.

Nous sommes d'avis que le Plan d'Affaires, qui sous-tend l'Évaluation Multicritère, traduit une stratégie ambitieuse ; la modélisation que nous en avons faite reflète cette ambition¹⁷⁰ :

- les données prévisionnelles anticipent une reprise de la demande et postulent la capacité du Groupe à gagner des parts de marché à court terme, tout en améliorant sa rentabilité ; elles tablent en outre sur l'absence de survenance d'un aléa majeur, malgré les menaces et risques que nous avons recensés pouvant, dans le contexte actuel, freiner ou compromettre l'atteinte des objectifs de la Direction ;
- compte tenu de la confiance de la Direction dans sa capacité à délivrer le Plan d'Affaires, nous n'avons pas tenu compte de risques d'exécution spécifiques. Nous relevons toutefois que, au vu du profil du Groupe et de sa structure de coûts, la valeur actuelle de l'Action est particulièrement sensible aux paramètres d'actualisation et aux hypothèses du Plan d'Affaires, notamment en termes de rentabilité cible.

Au vu des intentions de l'Initiateur qui se limitent à la prise de contrôle de la Société et de son engagement de ne pas viser un retrait obligatoire, même si les conditions légales et réglementaires pour sa mise en œuvre étaient réunies, nous considérons que le positionnement du Prix de l'Offre par rapport aux résultats de l'Évaluation Multicritère (§ 4.6) laisse à l'Actionnaire la faculté d'arbitrer et de choisir, en toute connaissance de cause, entre l'apport ou non de ses titres à l'Offre :

- la mise en œuvre de l'Offre peut présenter pour lui l'intérêt de bénéficier d'une fenêtre de liquidité à un prix extériorisant une prime par rapport aux cours de bourse des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre et, le cas échéant, de réinvestir la rémunération de son apport à l'Offre dans le même secteur d'activité¹⁷¹ ;

¹⁷⁰ La valorisation intrinsèque de l'Action par l'actualisation des flux de trésorerie découlant du Plan d'Affaires positionne le Prix de l'Offre de 30,0 € dans un intervalle de :

- **29,8 € à 33,7 €** en modélisant le Plan d'Affaires en l'état ;
- **29,4 € à 33,3 €** en substituant le Budget 2025 Révisé à la première année du Plan d'Affaires.

¹⁷¹ La valorisation analogique de l'Action par le panel des Comparables Boursiers positionne le Prix de l'Offre de 30,0 € :

- au-dessus d'un intervalle de **22,5 € à 24,7 €** ;
- dans un intervalle de **29,2 € à 31,2 €** en ne prenant en considération dans ce panel que Vidrala, dont la rentabilité est supérieure à celle de Verallia.

- l'avancement dans le temps et la réalisation des objectifs fixés dans le Plan d'Affaires pourraient se traduire, toutes choses égales par ailleurs, par une progression de la valeur de l'Action ; l'Actionnaire ne souhaitant pas apporter ses titres à l'Offre restera toutefois exposé aux différents risques macroéconomiques et propres à Verallia pouvant obérer la valeur de l'Action, dans un contexte de moindre liquidité.

Sur le plan financier, les dispositions de la Lettre d'Engagement n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre¹⁷² (§ 6).

Nous n'avons pas reçu de courrier, ni de courriel, de la part d'Actionnaires, et il ne nous en a pas été signalé par la Société, l'Initiateur ou les services de l'AMF (§ 7).

9. Conclusion

Dans le contexte de la présente Offre, au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation décrits dans notre synthèse (§ 8), et à l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 30,00 € (dividende 2024 de 1,70 € attaché) est équitable d'un point de vue financier pour les Actionnaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas identifié dans les principes exposés dans la Lettre d'Engagement de l'Initiateur à l'égard de la Société de dispositions qui seraient susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre. Les contrats correspondant aux engagements pris par l'Initiateur concernant le Mécanisme de Liquidité n'ayant pas été établis à ce jour, nous ne sommes pas en mesure de nous prononcer sur leur contenu.

Paris, le 25 avril 2025

LEDOUBLE SAS

Signé par :

1905170DE7C34B0...

Olivier CRETTE

Associé

Signé par :

65099843B4B945F...

Agnès PINIOT

Associée, Présidente

¹⁷² Nos observations concernant les actionnaires qui souhaiteraient ne pas apporter leurs titres à l'Offre sont décrites ci-avant (§ 6).

ANNEXES

➤ Lettre de mission	Annexe 1
➤ Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 2
➤ Principales étapes de l'expertise	Annexe 3
➤ Principaux interlocuteurs de Ledouble	Annexe 4
➤ Principales sources d'information exploitées	Annexe 5
➤ Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 6
➤ Expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 7
➤ Présentation des Comparables Boursiers	Annexe 8
➤ Présentation des Transactions Comparables	Annexe 9
➤ Principes de la revue qualité	Annexe 10

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION



Ledouble SAS
8, rue Halévy
75009 Paris

A l'attention de
 Madame Agnès Piniot
 Monsieur Olivier Cretté

Courbevoie, le 19 février 2025

Objet : Lettre de mission à l'expert indépendant

Madame, Monsieur,

Le conseil d'administration de la société Verallia (la « **Société** »), lors de sa réunion du 19 février 2025, sur recommandation du comité *ad hoc* constitué conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), a désigné Ledouble SAS en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat dont les termes sont rappelés ci-après.

La présente lettre de mission vous est communiquée en application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08 qui stipule que « *L'expert est désigné par la société visée par l'offre publique à l'issue d'un processus lui permettant d'avoir une connaissance aussi précise et complète que possible de la mission confiée. À ce titre, la société indique par écrit à l'expert les termes et modalités de sa mission, le fondement réglementaire de celle-ci, ainsi que les situations de conflit d'intérêts identifiées. L'expert se voit remettre une lettre de mission contenant l'intégralité de ces informations et annexe celle-ci à son rapport.* »

1. Objectifs et fondement réglementaire de la mission

Le 3 février 2025, Brasil Warrant Gestão de Investimentos Ltda (BWGI) (l'« **Initiateur** »), dont l'actionnaire de contrôle est Brasil Warrant Administração de Bens e Empresas S.A. (BWSA), a annoncé étudier la possibilité d'initier une offre publique d'achat volontaire sur les actions Verallia que BWGI ne détient pas¹, sans intention de retirer la Société de la cote (l'« **Offre** »), au prix de 30 € par action (dividende 2024 attaché).

À la suite de cette annonce, dont le conseil d'administration de Verallia (le « **Conseil d'Administration** ») qui s'est réuni le 4 février 2025 a pris acte, la Société a fait part, dans un communiqué de presse du 5 février 2025, de la constitution au sein du Conseil d'Administration d'un comité *ad hoc* (le « **Comité Ad Hoc** ») composé exclusivement de membres indépendants² afin de proposer au Conseil d'Administration la désignation d'un expert indépendant, de suivre les travaux de ce dernier, et d'émettre *in fine* une recommandation d'avis motivé au Conseil d'Administration.

La mission de l'expert indépendant s'inscrit dans le cadre des dispositions :

¹ À ce jour, le capital de Verallia est réparti entre BWSA contrôlée par la famille brésilienne Moreira Salles (28,84%), Invesco (10,24%), Bpifrance Participations (7,61%) et le public (46,48%) ; le solde du capital est constitué des actions détenues par les salariés (FCPE Verallia et actionariat direct) (4,37%) et des actions d'auto-détention (2,56%). Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris, compartiment A, sous le code ISIN FR0013447729 (mnémonique : VRLA).

² Le Comité Ad Hoc est formé de Madame Marie-José Donsion qui en est la Présidente, Monsieur Didier Debrosse et Monsieur Pierre Vareille, tous trois administrateurs indépendants.

VERALLIA

Siège social : 31, Place des Corolles, Tour Carpe Diem, Esplanade Nord, 92400 Courbevoie - France • www.verallia.com
 Société anonyme au capital social de 408 321 248,14 euros • 812 183 913 R.C.S. Nanterre • N° Identification TVA : FR 84 812163913

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION (suite)



- des articles 261-1 I et suivants du règlement général de l'AMF, étant rappelé que l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF dispose que « *La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre* » ; en l'espèce, l'existence de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'Administration du fait de (i) de la présence de représentants de l'Initiateur de l'Offre au sein du conseil d'administration et (ii) la détention d'actions de la Société par certains de ses membres, motive la saisine de l'expert indépendant aux termes de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF (ainsi que, le cas échéant si des accords et opérations connexes à l'Offre venaient à être conclus, les alinéas 2° et 4° dudit article 261-1 I) ;
- des instructions d'application AMF n°2006-07 et AMF n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante ; et
- de la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

Le contenu de votre rapport répondra aux dispositions de l'article 262-1 I du règlement général de l'AMF selon lesquelles « *L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité.* »

Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité. »

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet Ledouble, ainsi que ses associés sont indépendants au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article I de l'instruction AMF 2006-08.

Les modalités de votre mission sont par ailleurs conformes à ceux que vous avez soumis aux membres du Comité Ad Hoc dans votre proposition d'intervention en date du 10 février 2025 en réponse à l'appel d'offres de la Société.

Calendrier de l'Offre

À ce jour, le calendrier envisagé table sur le dépôt du projet d'Offre en vue de l'obtention de la décision de conformité de l'AMF au cours du premier semestre 2025.

L'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné « *l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation* ». L'article 3.3° de l'instruction AMF n°2006-07 précise que « *ce délai minimum s'entend à compter de la réception des principaux documents que l'expert estime nécessaires à l'élaboration de sa mission* ». À ce stade préliminaire de l'examen du projet d'Offre, le calendrier envisagé nous paraît compatible avec ces délais de réalisation de vos travaux et de remise de votre rapport incluant en conclusion l'attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre.

Restant à votre disposition pour toute précision sur le contenu de la présente,

Nous vous prions d'agréer, Madame, Monsieur, l'expression de nos salutations respectueuses.

Patrice Lucas
Directeur Général

VERALLIA

Siège social : 31, Place des Corolles, Tour Carpe Diem, Esplanade Nord, 92400 Courbevoie - France • www.verallia.com
Société anonyme au capital social de 408 321 248,14 euros • 812 163 913 R.C.S. Nanterre • N° Identification TVA : FR 64 812163913

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

➤ Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse et recherches documentaires
- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, les Conseils et les Établissements Présentateurs
- Examen des informations publiques relatives au Groupe
- Analyse du contexte et des motifs du projet d'Offre
- Étude de l'évolution historique du cours de l'Action depuis son introduction en bourse
- Requêtes documentaires

➤ Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants du Groupe
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Exploitation des réponses aux requêtes documentaires
- Analyse du cours de bourse de l'Action
- Exploitation des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action
- Examen critique du Plan d'Affaires
- Évaluation Multicritère de l'Action et analyses de sensibilité sur les paramètres d'évaluation
- Constitution des panels de Comparables Boursiers et de Transactions Comparables
- Comparaison de l'Évaluation Multicritère avec les éléments de valorisation des Établissements Présentateurs
- Analyse des Accords et Opérations Connexes

➤ Restitution des travaux et administration

- Rédaction de la lettre de Mission
- Réunions et contacts avec nos interlocuteurs
- Rédaction du Rapport
- Administration et supervision de la Mission

➤ Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 250.000 € hors taxes, correspondant à une enveloppe d'environ 1.000 heures consacrées à la réalisation de la Mission.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

➤ Février 2025

- Réponse à l'appel d'offres en vue de la désignation d'un expert indépendant
- Présentation de notre proposition de mission
- Confirmation de la décision de désignation, par le Conseil d'Administration, de Ledouble en qualité d'expert indépendant
- Exploitation des informations publiques relatives à la Société
- Préparation et envoi de requêtes documentaires
- Obtention de l'accès à la *data room*

➤ Mars 2025

- Réunions et entretiens avec la Direction, les Conseils et les Établissements Présentateurs
- Réunions avec le Comité Ad Hoc sur nos premiers constats et nos premiers éléments de valorisation¹⁷³
- Étude de marché et analyse des performances historiques du Groupe
- Début de l'Évaluation Multicritère
- Sessions Q&A avec la Direction sur les comptes historiques et le Plan d'Affaires
- Revue des procès-verbaux des Conseils d'Administration et des Assemblées Générales
- Analyse du cours de bourse de l'Action
- Exploitation des notes d'analystes en charge du suivi du titre Verallia
- Examen critique des données prévisionnelles transmises par la Direction
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
- Recherche de références transactionnelles
- Examen du projet de rapport d'évaluation établi par les Établissements Présentateurs
- Rédaction du projet de Rapport

➤ Avril 2025

- Réunions et entretiens avec la Direction, les Conseils et les Établissements Présentateurs
- Analyse des Accords et Opérations Connexes
- Finalisation de l'Évaluation Multicritère sur la base des derniers éléments mis à notre disposition et des données de marché les plus récentes
- Prise de connaissance des travaux d'évaluation réalisés par les conseils financiers du Comité Ad Hoc et de la Société

¹⁷³ Le 6 mars 2025.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

➤ Avril 2025

- Prise de connaissance des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre élaborés par les Établissements Présentateurs en vue de leur insertion dans le Projet de Note d'Information
- Examen du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse
- Réunion avec le Comité Ad Hoc sur les résultats de l'Évaluation Multicritère¹⁷⁴
- Communication et présentation au Comité Ad Hoc du projet de Rapport¹⁷⁵
- Revue indépendante
- Lettre de représentation de la Société et confirmations de l'Initiateur
- Finalisation du Rapport et présentation au Comité Ad Hoc¹⁷⁶ puis au Conseil d'Administration¹⁷⁷

¹⁷⁴ Le 4 avril 2025.

¹⁷⁵ Le 23 avril 2025.

¹⁷⁶ Le 25 avril 2025.

¹⁷⁷ Le 27 avril 2025.

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

› Verallia

- Michel GIANNUZZI Président du Conseil d'Administration
- Patrice LUCAS Directeur Général
- Nathalie DELBREUVE Directrice Financière

› Conseil juridique de Verallia

White & Case LLP

- Franck DE VITA Partner
- Thomas LE VERT Partner
- Tali COHEN-LEVY Associate

› Conseil financier de Verallia

Rothschild

- Romain NOURTIER Partner
- Mathieu PERRIN M&A Director

› Comité Ad Hoc

- Marie-José DONSION Présidente du Comité Ad Hoc
Administratrice indépendante
- Didier DEBROSSE Administrateur indépendant
- Pierre VAREILLE Administrateur indépendant

› Conseil juridique du Comité Ad Hoc

Darros Villey Maillot Brochier

- Bertrand CARDI Associé
- Olivier HUYGHUES DESPOINTES Associé
- Sophie ROBERT Avocate

› Conseil financier du Comité Ad Hoc

Morgan Stanley

- David BENICHO Co-Head of Investment Banking
- Philippe NEFF Managing Director
- Victor MOLHO Executive Director

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

➤ BWGI

- Guilherme BOTTURA *Executive Director*
- Juan GOMEZ *Investment Professional*

➤ Conseil juridique de BWGI

Bredin Prat

- Benjamin KANOVITCH *Associé*
- Jean-Benoît DEMARET *Associé*
- Charles SAHEL *Avocat*
- Charles SAINT-GILLES *Avocat*

➤ Établissements Présentateurs

Bank of America Europe DAC

- Stéphane COURBON *Managing Director - Chairman of CIB France*
- Laurent DHOMÉ *Managing Director - Vice Chairman of IB France*
- Emmanuel REGNIEZ *Managing Director - Co-Head of IB France*
- David ECOT *Managing Director - Head of M&A France*
- Chris REYNOLDS *Managing Director*

Crédit Agricole - Corporate & Investment Banking

- Élodie FROIDURE *Managing Director – M&A - Structuring*
- Sébastien RAPIN *Managing Director - Head of Industrials & Business Services*
- Jean DORCIER *Director - GIB M&A*

➤ Expert-comptable du comité d'entreprise européen

- Représentants de Syndex

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à l'Offre

- Lettre d'intention de BWGI au Conseil d'Administration
- Procès-verbal de désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration
- Procès-verbal du Conseil d'Administration approuvant le Plan d'Affaires
- Lettre de mission de la Société à l'Expert Indépendant
- Projet de Note d'Information et Projet de Note d'Information en Réponse
- Travaux d'évaluation réalisés par le conseil financier de la Société et du Comité Ad Hoc
- Rapport d'évaluation des Établissements Présentateurs
- Lettre d'Engagement
- Coûts de refinancement de la dette du Groupe (février 2025 et avril 2025)

➤ Documentation relative à Verallia

Informations juridiques

- Extrait Kbis et statuts
- Répartition du capital et des droits de vote
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2022 à 2025)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2022 à 2024)
- Brochure de convocation à l'Assemblée Générale Mixte du 25 avril 2025
- Plans d'attribution d'actions de performance (2021-2022 à 2024-2026)
- Contrats de financement, d'affacturage et prospectus d'émission des emprunts obligataires

Informations comptables et financières historiques

- Documents d'enregistrement universel (2020 à 2024) et rapports RSE (2021 à 2023)
- Communiqués sur les comptes, les résultats et le chiffre d'affaires (2020 à 2025)
- Comparaison entre les budgets et les réalisations (2022 à 2024)
- Historique des investissements (2013 à 2024)
- Présentation au Conseil d'Administration des résultats 2024
- Données de gestion au titre du premier trimestre 2025
- Tests de dépréciation des actifs réalisés dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés au 31 décembre 2024
- Détail des intérêts minoritaires au 31 décembre 2024
- Estimation de l'impact de la cession éventuelle de la branche d'activité en Argentine
- États financiers 2024 des participations mises en équivalence
- Détail des reports déficitaires activés et non activés aux bornes du Groupe au 31 décembre 2024
- Support de présentation du PAP
- Dernière analyse SWOT présentée au Conseil d'Administration
- Rapport au Comité d'audit adressé par les commissaires aux comptes (2023 et 2024)

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Informations financières prévisionnelles

- Plan d'Affaires (2025 à 2027) et documentation associée
- Budget 2025 Révisé
- Plan d'affaires antérieur (2024 à 2026)
- Analyses de sensibilité du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA à l'impact direct et indirect d'une hausse des droits de douane
- Détail du calcul du taux d'impôt sur la Période Explicite

Autres informations

- Synthèse des acquisitions et cessions réalisées récemment par le Groupe (modalités, multiples induits)
- Notes publiées par les analystes en charge du suivi du titre de la Société
- Rapport de l'expert-comptable au comité d'entreprise européen de Verallia
- Avis des représentants du personnel du comité d'entreprise européen de Verallia sur le projet d'offre publique d'achat de BWGI sur Verallia

➤ **Documentation sectorielle**

- FEVE, « One destination, multiple pathways : How the european container glass industry is decarbonising glassmaking », [octobre 2024](#)
- Fortune Business Insights, « Glass packaging market size, share & industry impact analysis, by product, by end-user, and regional forecast, 2024-2032 », [mars 2025](#)
- Les Échos, « Guerre commerciale : Trump menace les vins et champagnes européens d'une surtaxe de 200% », [mars 2025](#)
- Mordor Intelligence, « Europe glass packaging market size & share analysis - Growth trends & forecasts (2025-2030) », [2024](#)
- Mordor Intelligence, « Latin america glass packaging market size & share analysis - Growth trends & forecasts (2025-2030) », [2024](#)
- Verallia, « Market analysis », « Market landscape and European glass peers overview », 2024
- Viti, « Les verriers tournent à plein régime et augmentent encore leurs prix », [février 2023](#)
- Xerfi, « La fabrication d'emballages en verre », [mars 2025](#)

➤ **Sites d'informations**

Société

- Verallia, <https://www.verallia.com>

Comparables Boursiers

- O-I Glass, <http://www.o-i.com>
- Vetropack, <http://www.vetropack.com>
- Vidrala, <http://www.vidrala.com>
- Zignago Vetro, <http://www.zignagovetro.com>

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Autres sites

- AMF, <http://www.amf-france.org>
- FMI, <https://www.imf.org/fr/Home>
- Investing, <https://fr.investing.com/rates-bonds/france-10-year-bond-yield>

Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2020 à 2024) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>

L'équipe Ledouble affectée à la Mission est la suivante :

➤ **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- MSTCF, Université Paris Dauphine – PSL
- Expert près la Cour d'appel de Paris
- Présidente d'honneur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)

➤ **Olivier CRETTE, Associé**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Expert près la Cour d'appel de Paris
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Vice-président du Comité des normes professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

➤ **Jonathan NILLY, Directeur Associé**

- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
- Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- Membre de la SFEV

➤ **Hicham AIT MESSAOUD, Responsable de mission**

- KEDGE Business School – Programme Grande Ecole – MSc Banking & Finance

➤ **David DARGON, Analyste**

- Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne – Master 2 Finance mention Gestion Financière et Fiscalité
- IAE Clermont Auvergne School of Management – Master 2 « Accounting and Finance »

➤ **Gwénola CHEVALIER, Analyste**

- Burgundy School of Business – Master in Management (MiM)

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

➤ Romain DELAFONT, Associé, Revue qualité

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Master 225 « Finance d'entreprise et ingénierie financière » de l'Université Paris Dauphine – PSL
- Membre de l'APEI et de la SFEV

ANNEXE 7 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES DEPUIS 2020





Expertises indépendantes

Année	Société	Etablissement(s) présentateur(s)
2024	MRM	Natixis
2024	NHOA	CA-CIB
2024	Eurobio-Scientific	CIC, Degroof Petercam
2024	Groupe Parot	Crédit Agricole du Languedoc
2024	Tipiak	CIC
2024	Believe	Goldman Sachs, BNP Paribas
2024	Accor	*
2024	FIEBM	Oddo BHF
2023	Ober	Banque Delubac & Cie
2023	Colas	Portzamparc
2023	Kaufman & Broad	*
2023	FIEBM	Oddo BHF
2023	Technicolor Creative Studios	*
2023	UFF	Natixis
2022	Altur Investissement	Oddo BHF
2022	Linedata	Degroof Petercam
2022	Robertet	Lazard Frères Banque, Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2022	Albioma	Société Générale
2022	CNP Assurances	Barclays Bank, Morgan Stanley, Natixis, BNP Paribas
2021	L'Oréal	*
2021	Europcar	Bank of America, BNP Paribas
2021	Baccarat	Mediobanca
2021	XPO Logistics Europe	Rothschild Martin Maurel
2021	Natixis	JP Morgan
2021	EPC Groupe	Natixis
2021	Selectirente	Natixis
2021	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	EasyVista	Natixis
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley, Natixis, Société Générale

* : Rachat d'actions / Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

Description des Comparables Boursiers

Société	Pays	Capitalisation boursière 3 mois (M€)	CA 2024 (M€)	% EBITDA 2024	Chiffre d'affaires par zone géographique	Chiffre d'affaires par marché final
O-I Glass		1 665	6 308	15%	<ul style="list-style-type: none"> Amérique du Nord: 55% Europe: 43% Autres: 2% 	<ul style="list-style-type: none"> Boissons alcoolisées: 63% Alimentation et autres: 21% Boissons non alcoolisées: 16%
Vetropack		559	898	13%	<ul style="list-style-type: none"> Europe: 100% 	
Vidrala		3 199	1 591	28%	<ul style="list-style-type: none"> Europe: 87% Brésil: 13% 	<ul style="list-style-type: none"> Vin: 37% Bière: 28% Spiritueux: 13% Boissons non alcoolisées: 9% Alimentation: 8% Autres: 5%
Zignago		860	616	22%	<ul style="list-style-type: none"> Europe: 94% Autres: 6% 	<ul style="list-style-type: none"> Alimentation et boissons: 44% Cosmétiques et parfums: 28% Emballages spéciaux: 22% Autres: 6%

ANNEXE 9 : PRÉSENTATION DES TRANSACTIONS COMPARABLES

Transactions Comparables - Multiples

Date	Cible	Pays	Activité	Acquéreur	% acquisition	VE/EBITDA
févr.-24	Vidrala (Italie)		Filiale italienne de Vidrala, spécialisée dans la fabrication d'emballages en verre.	Verallia	100%	7,0x
déc.-23	Vidroporto		Entreprise spécialisée dans la fabrication d'emballages en verre.	Vidrala	100%	6,9x
sept.-23	Saverglass		Entreprise spécialisée dans la fabrication et la décoration de bouteilles en verre haut de gamme.	Orora	100%	7,7x
nov.-22	Allied Glass Containers		Entreprise spécialisée dans la fabrication d'emballages en verre haut de gamme pour les	Verallia	100%	6,8x
juil.-20	O-I Glass (Australie & Nouvelle-Zélande)		Filiales australienne et néo-zélandaise d'O-I Glass, spécialisées dans la fabrication d'emballages en	Visy Industries	100%	7,6x
Moyenne						7,2x

Source : Mergermarket, S&P Capital IQ, communiqués de presse

ANNEXE 10 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3 II.12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) prévoit que le rapport d'expertise comporte « une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu pour :
 - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en **Annexe 1** ;
 - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
 - s'assurer, dans le contexte spécifique de la Mission, de la prise en compte des dispositions réglementaires et des recommandations de l'AMF ;
 - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
 - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
 - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'Évaluation Multicritère, leur appréciation de l'incidence des Accords et Opérations Connexes, ainsi que la synthèse des échanges avec nos interlocuteurs ;
 - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'Évaluation Multicritère ;
 - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires, par la formalisation de « questions-réponses » ;
 - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et sa conclusion.