

Maurice NUSSENBAUM

SORGEM Evaluation

11, rue LEROUX
75016 PARIS

FUSION-ABSORPTION
DE SOCIETE DES CHEMINS DE FER ET TRAMWAYS DU VAR ET DU GARD
(“SCFTVG”) PAR COMPAGNIE DU CAMBODGE

Rapport du commissaire à la fusion
sur la rémunération des apports

Rapport du commissaire à la fusion sur la rémunération des apports

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui m'a été confiée par Ordonnance de Madame la Présidente du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 5 juillet 2024, relative à la fusion par voie d'absorption de la Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard (ci-après « SCFTVG » ou « la Société Absorbée »), par la société Compagnie du Cambodge (ci-après « Compagnie du Cambodge » ou « la Société Absorbante »), j'ai établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu par l'article L 236-10-I du Code de commerce, étant précisé que mon appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le traité de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 12 septembre 2024. Il m'appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange. A cet effet, j'ai effectué mes diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Ma mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne m'appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Mes constatations et conclusions sont présentées ci-après selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé
4. Conclusion

Glossaire

ANR	Actif Net Réévalué
CMP	Cours Moyen Pondéré
DCF	Discounted Cash Flow
SCFTVG	Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard
VNC	Valeur Nette Comptable

I. PRESENTATION DE L'OPERATION

1. Contexte de l'opération (ci-après « la Fusion »)

La Fusion constitue une mesure de rationalisation et de simplification des structures du Groupe Bolloré auquel Compagnie du Cambodge et SCFTVG appartiennent, qui contribuera ainsi à la diminution des coûts de gestion administrative et fonctionnelle du Groupe Bolloré.

2. Présentation des sociétés concernées et liens entre elles

2.1 Compagnie du Cambodge, Société Absorbante

Compagnie du Cambodge est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance de droit français.

Son siège social est situé 31-32 Quai de Dion Bouton, 92800 à Puteaux.

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 552 073 785.

Son capital social s'élève à 23 508 870 euros et est réparti en 559 735 actions de 42 euros chacune, intégralement libérées.

Compagnie du Cambodge n'a pas émis d'autres valeurs mobilières que les actions ordinaires composant son capital social.

Son objet social, tel qu'il résulte de l'article 3 des statuts, est :

« 1 – L'aménagement, le défrichage et la culture de terrains, la plantation du coton et de tous arbres, arbustes, plantes ou produits quelconques du sol. L'acquisition et l'installation de matériel pour le traitement de tous produits du sol. La préparation des produits obtenus, l'achat de produits et leur préparation, le transport et la vente de tous ces produits partout où il conviendra à la société.

2 - La commission de transport. en agissant comme consignataire de navires ou agent de compagnies de navigation.

3 - L'acquisition et la gestion par voie d'achat, vente, échange, apport en société, création de sociétés, fusion ou autrement, de tous biens immobiliers et mobiliers, et notamment de toutes valeurs mobilières et de toutes participations sous quelque forme que ce soit, dans toutes sociétés ou entreprises. notamment agricoles,

minières, commerciales, industrielles, financières, mobilières et immobilières, quel qu'en soit l'objet social.

4 - Toutes opérations généralement quelconques se rattachant à l'un des objets précités et qui peuvent être considérées dans l'intérêt de la société. »

Compagnie du Cambodge a été constituée le 1er janvier 1900. Sa durée a été prorogée à la suite d'une décision des actionnaires réunis en assemblée générale extraordinaire en date du 28 juin 1996 et se terminera, sauf en cas de prorogation ou dissolution anticipée, le 13 décembre 2096.

Ses titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (compartiment A) sous le code ISIN FR0000079659 avant Division du Nominal.

En vue d'éviter la formation de rompus dans le cadre de la Fusion, il sera proposé à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Compagnie du Cambodge appelée à statuer sur la Fusion, préalablement à ladite approbation, de décider la division par 100 du nominal des 559.735 actions de 42 euros de nominal chacune composant le capital social de la Société Absorbante en 55.973.500 actions de 0,42 euro de nominal chacune (la « **Division du Nominal** ») et qui seront-elles-mêmes admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris.

La date de clôture de l'exercice social de Compagnie du Cambodge est fixée au 31 décembre de chaque année.

2.2 Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard (« SCFTVG »), Société Absorbée

SCFTVG est une société anonyme à conseil d'administration de droit français.

Son siège social est situé 31-32 Quai de Dion Bouton, 92800 à Puteaux.

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 612 039 545.

Ses titres sont admis aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Access sous le code ISINFR0000051567.

Son objet social, tel qu'il résulte de l'article 3 des statuts, est :

*« - de gérer un portefeuille titres, de placer des disponibilités de trésorerie,
- de gérer tous biens mobiliers et immobiliers et toutes opérations connexes,
- toutes activités directes ou indirectes en participation ou sous toutes formes tant en France*

qu'en tous autres territoires dans des domaines d'une nature quelconque. »

La Société Absorbée a été constituée le 1 janvier 1961, et se terminera, sauf en cas de prorogation ou dissolution anticipée, le 31 décembre 2039.

Le capital social de SCFTVG s'élève à 1.005.600 euros et est réparti en 62.850 actions de 16 euros de nominal chacune, intégralement libérées.

La date de clôture de l'exercice social de SCFTVG est fixée au 31 décembre de chaque année.

2.3 Lien entre les sociétés concernées

2.3.1. Lien en capital

Compagnie du Cambodge et SCFTVG appartiennent toutes les deux au Groupe Bolloré, dont la société holding de tête est Bolloré Participations SE.

Au 30 juin 2024, Compagnie du Cambodge détient 19.801 actions SCFTVG représentant 31,51% du capital et des droits de vote de SCFTVG.

En sus de Compagnie du Cambodge, d'autres sociétés du Groupe Bolloré détiennent les participations suivantes dans la Société Absorbée au 12 septembre 2024 :

	Nombre d'actions	% du capital
Socfrance	40.748	64,83%
Compagnie du Cambodge (Société Absorbante)	19.801	31,51%
Socarfi	4	<0,01%
Bolloré Participations SE	2	<0,01%
Total détenu par les sociétés du Groupe Bolloré	60.555	96,35%

2.3.2. Dirigeants et administrateurs communs

La Société Absorbante et la Société Absorbée ont plusieurs dirigeants en commun :

- **Monsieur Cédric de Bailliencourt**, Président du conseil d'administration de la Société Absorbée et Vice-Président du conseil de surveillance de la Société Absorbante ;
- **Bolloré Participations SE**, membre du Conseil de surveillance de la Société Absorbante et administrateur de la Société Absorbée ;
- **Monsieur Emmanuel Fossorier** représentant permanent de Compagnie du Cambodge (administrateur de la Société Absorbée) et membre du directoire de la Société Absorbante ;
- **Madame Céline Merle Béral**, représentante permanente de Bolloré Participations SE (administrateur de la Société Absorbée) et membre du conseil de surveillance de la Société Absorbante.

3. Description de l'opération

3.1 Caractéristiques essentielles de l'apport

Les modalités de réalisation de l'opération, qui sont mentionnées de façon détaillée dans le traité de fusion du 12 septembre 2024, peuvent se résumer comme suit :

Date d'effet

La Société Absorbante sera propriétaire des biens et droits apportés par la Société Absorbée à compter de la Date de Réalisation (sous réserve que l'ensemble des conditions suspensives mentionnées dans le traité de fusion soient accomplies ou qu'il y ait été valablement renoncé).

La Fusion aura, au plan comptable et fiscal, un effet rétroactif au 1^{er} janvier 2024 à zéro heure.

En conséquence, le montant de l'actif net apporté par la société SCFTVG a été déterminé à partir de ses actifs et passifs tels qu'ils sont identifiés dans les comptes sociaux au 31 décembre 2023, étant précisé que la Société Absorbée transfèrera à la Société Absorbante l'intégralité de ses actifs et passifs dans l'état où ils se trouveront à la Date de Réalisation.

Régime fiscal applicable à l'opération

L'opération de fusion sera placée sous le régime de faveur des fusions et devrait bénéficier des dispositions de l'article 210 A du Code général des impôts en matière d'impôt sur les sociétés et de l'article 816 du même Code en matière de droits d'enregistrement.

Conditions suspensives

La Fusion sera définitivement réalisée sous réserve de la réalisation cumulative des conditions suspensives suivantes :

- approbation de la Fusion et de la dissolution sans liquidation de SFCTVG par l'assemblée générale des actionnaires de SFCTVG ;
- approbation de la Division du Nominal par l'assemblée générale des actionnaires de Compagnie du Cambodge ;
- approbation de la Fusion et de l'augmentation de capital en résultant par l'assemblée générale des actionnaires de Compagnie du Cambodge ; et
- règlement-livraison des actions de Compagnie du Cambodge issues de la Division du Nominal.

Sous réserve de l'accomplissement (ou de la renonciation valable par la Société Absorbante) des conditions suspensives, la fusion sera effective et deviendra définitive au jour de la constatation par le Président du Directoire de la Société Absorbante de l'accomplissement (ou de la renonciation valable par la Société Absorbante) de l'ensemble des conditions suspensives, laquelle devra intervenir au plus tard le 8 novembre 2024, sauf prorogation de ce délai d'un commun accord entre les parties à la fusion.

A défaut, le projet de fusion serait considéré comme nul et non avenue, sans qu'il y ait lieu à paiement d'aucune indemnité de la part des parties.

3.2 Description et évaluation des apports

Les parties ont retenu la date du 31 décembre 2023, date de clôture de l'exercice social de SCFTVG, comme date de référence pour établir les conditions de l'opération.

Conformément aux articles 710-1 et suivants du plan comptable général relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, s'agissant d'une opération de fusion entre sociétés sous contrôle commun, les éléments d'actif transmis et de passif pris

en charge ont été repris dans le projet de fusion pour leur valeur nette comptable telle qu'elle figure dans les comptes de SCFTVG au 31 décembre 2023.

Par ailleurs, en date du 30 mai 2024, les actionnaires de SCFTVG ont décidé de distribuer un dividende par action de 11 euros au titre du bénéfice distribuable au 31 décembre 2023, soit un montant total de 691.350 euros. Ce dividende a été payé aux actionnaires de la SCFTVG le 27 juin 2024.

L'actif net apporté de 18.360.418,38 euros se détaille comme suit :

En euros	VNC
Actif apporté	19 180 727,05
Passif pris en charge	-128 958,67
Dividendes versés pendant la période intercalaire	-691 350,00
Actif net apporté	18 360 418,38

3.3 Rémunération des apports

La rémunération des apports de la société SCFTVG a été déterminée conventionnellement par les parties sur la base des valeurs réelles de Compagnie du Cambodge et de SCFTVG. Le rapport d'échange a été arrêté à 110 actions de la Société Absorbante pour 1 action de la Société Absorbée.

Conformément aux dispositions de l'article L. 236-3, II du Code de commerce, il ne sera pas procédé à la rémunération de Compagnie du Cambodge au titre des actions détenues par cette dernière au sein de SCFTVG, soit 19.801 actions SCFTVG.

Les apports réalisés par la Société Absorbée au profit de la Société Absorbante seront rémunérés par voie d'augmentation de capital de la Société Absorbante au bénéfice des actionnaires de la Société Absorbée (à l'exception donc de Compagnie du Cambodge).

Ainsi, les 43 049 actions composant le capital de la Société Absorbée à la Date de Réalisation non-détenues par Compagnie du Cambodge devraient être rémunérées par une augmentation de capital de la Société Absorbante en appliquant le rapport d'échange post-Division du Nominal de 110 actions de la Société Absorbante pour une 1 action de la Société Absorbée.

En conséquence, le montant nominal global post-Division du Nominal de l'augmentation de capital de la Société Absorbante résultant de la Fusion s'élèvera à 1.988.863,80 euros par la création et l'émission de 4.735.390 actions nouvelles ordinaires à leur nouvelle valeur nominale post-Division du Nominal, soit 0,42 euro.

A l'issue de la Division du Nominal et de la Fusion, le capital de Compagnie du Cambodge serait ainsi porté de de 23.508.870 euros à 25.497.733,80 euros. Il sera ainsi divisé en 60.708.890 actions d'une valeur nominale de 0,42 euro entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Les actions nouvelles de la Société Absorbante feront l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris dans les meilleurs délais à compter de la Date de Réalisation, dans les conditions précisées par l'avis d'Euronext Paris qui sera diffusé à cette occasion. Elles seront admises sous le même numéro d'identification que les actions ordinaires résultant de la Division du Nominal et composant le capital social de Compagnie du Cambodge à la Date de Réalisation.

La différence entre la quote-part de l'actif net transféré par transmission universelle de patrimoine à la Société Absorbante (minoré de la distribution de dividendes) correspondant aux actions de la Société Absorbée non-détenues par la Société Absorbante, soit 12 575 937,17 euros¹, et le montant de l'augmentation nominale du capital de Compagnie du Cambodge, 1 988 863,80 euros, constituera une prime de fusion nette d'un montant de 10 587 073,37 euros.

La Prime de Fusion pourra recevoir toute affectation conforme aux principes en vigueur décidée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société Absorbante.

De convention expresse entre la Société Absorbante et la Société Absorbée, il sera proposé à l'assemblée générale des actionnaires de la Société Absorbante appelée à approuver le projet de fusion, conformément à la réglementation applicable, d'autoriser le Directoire de la Société Absorbante à procéder à tout prélèvement sur la Prime de Fusion en vue :

- (i) d'imputer tout ou partie des charges, frais, droits, impôts et honoraires occasionnés par la Fusion, ainsi que toute somme nécessaire à la reprise des engagements de la Société Absorbée par la Société Absorbante ;
- (ii) de reconstituer, au passif de la Société Absorbante, les réserves et provisions réglementées ;
- (iii) de reconstituer toute dotation à la réserve légale, le cas échéant ;
- (iv) de prélever, le cas échéant, sur la Prime de Fusion tout passif omis ou non-révéle concernnant les biens transférés ; et
- (v) de donner à la Prime de Fusion toutes autres affectations que celle de l'incorporation au capital.

¹ [(nombre d'actions SCFTVG hors actions détenues par Compagnie du Cambodge / nombre d'actions SCFTVG) x actif net] = [(43.049 / 62.850) x 18.360.418,38 €] = 12.575.937,17 €

II. VERIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES AUX ACTIONS DES SOCIETES PARTICIPANT A L'OPERATION

1. Méthodes d'évaluation et valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés parties au traité de fusion

Pour les besoins de la détermination de la rémunération de la fusion, il a été procédé à une évaluation (en valeur réelle) de Compagnie du Cambodge et de SCFTVG selon une approche présentée de façon détaillée dans l'annexe 3 au traité de fusion.

1.1 *Evaluation de Compagnie du Cambodge et de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard*

Les parties ont mandaté Natixis Partners et Société Générale pour établir l'évaluation de Compagnie du Cambodge et de SCFTVG.

Tout d'abord, la Société Absorbante est cotée sur le marché réglementé Euronext Paris et la Société Absorbée est cotée sur le marché non réglementé Euronext Access à Paris.

Les références aux cours spot, Cours Moyens Pondérés (CMP) par les volumes sur des périodes de 1 mois (« CMP 1-mois »), 3 mois, 6 mois et un an au 9 juillet 2024 ont été retenues(soit le dernier jour de bourse avant l'annonce des fusions).

Ensuite, Compagnie du Cambodge et SCFTVG étant des sociétés holding, dont la valeur réside principalement dans les participations qu'elles détiennent directement ou indirectement dans Compagnie de l'Odet et les holdings du groupe Bolloré, la méthode de l'actif net réévaluée a donc été appliquée (cette approche consiste à valoriser une holding comme la somme de la valeur de ses participations déduction faite du montant de la dette financière nette et d'éventuels autres passifs).

Les différentes participations sont ainsi valorisées selon la méthode la plus appropriée :

- pour les participations dans des sociétés cotées hors groupe, sur la base du cours de bourse (CMP 1-mois) ;
- pour les participations dans des sociétés opérationnelles non cotées, sur la base d'une méthodologie DCF (IER) ou de la valeur nette comptable ;
- pour les participations dans les holdings du Groupe :
 - o « ANR 1 » : sur la base de la valeur par transparence basée sur le cours de bourse de Compagnie de l'Odet (méthode utilisée par le Groupe dans le cadre de

l'évaluation de la boucle d'autocontrôle pour l'élaboration des comptes Bolloré SE) ;

- « ANR 2 » : sur la base d'une valeur des titres Compagnie de l'Odet déduite par transparence sur le cours de bourse de Bolloré SE .

La pertinence de la valeur de Bolloré SE obtenue par référence au cours de bourse a été vérifiée par une analyse de la liquidité et du niveau de suivi du titre par les analystes financiers. De plus, cette valeur a été rationalisée par la mise en œuvre par les banques Natixis Partners et Société Générale d'une approche d'évaluation par la somme des parties :

- pour l'évaluation des participations cotées de Bolloré SE (notamment Vivendi et Universal Music Group), la référence au cours de bourse a été retenue ;
 - à noter que les participations de Bolloré SE dans Vivendi et Universal Music Group représentent plus de 91% de la valeur d'entreprise ainsi estimée ;
- pour l'évaluation des autres actifs (transport et logistique, stockage d'électricité et systèmes, vignobles, immobilier, autres participations non-cotées...) l'une ou plusieurs des méthodes et références suivantes :
 - la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) ;
 - la méthode des multiples de comparables boursiers ;
 - la méthode des multiples de transactions comparables ;
 - la référence à l'actif net comptable.
- pour l'évaluation de la boucle d'autocontrôle (résultant de la détention par Bolloré SE, directement ou via ses filiales, de titres des sociétés holdings Compagnie de l'Odet, Sofibol, Financière V et Omnium Bolloré), une approche par transparence sur la base du cours de bourse de la société Compagnie de l'Odet a été mise en œuvre ;
- la dette financière nette retenue est fondée sur les données consolidées au 31 décembre 2023, ajustées pour tenir compte notamment (i) de la prise en compte de Vivendi à sa seule quote-part de capitaux propres dans l'évaluation (contre une intégration globale dans les comptes) et (ii) de l'impact de la cession de Bolloré Logistics (impact net sur la trésorerie estimé à 4,6 Mds€) ;
- enfin, une décote de holding de 30% a été appliquée à la valeur des titres de Bolloré SE (estimée sur la base d'une analyse de sociétés cotées comparables).

Sur le plan documentaire, l'évaluation de Compagnie du Cambodge et de SCFTVG s'est notamment fondée sur les éléments suivants :

- Les états financiers sociaux et consolidés de Bolloré SE, Compagnie de l'Odet, Compagnie du Cambodge, Financière Moncey et Société Industrielle et Financière de l'Artois au titre des exercices 2021, 2022 et 2023
- Les états financiers sociaux de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard, Compagnie des Tramways de Rouen au titre des exercices 2021, 2022 et 2023
- Les notes des analystes financiers qui suivent ou suivaient récemment le titre Bolloré (AlphaValue, CIC, Kepler Cheuvreux, Oddo BHF)
- Capital IQ et Refinitiv pour les cours de bourse des actions Bolloré SE, Compagnie de l'Odet, de leurs participations cotées (Vivendi, Universal Music Group, Rubis, Vallourec, Socfin, Socfinaf, Socfinasia, Bigben, Nacon, Unicredit et Metaguest) et des sociétés cotées du Groupe détenues directement et indirectement
- Capital IQ et Refinitiv pour les cours de bourse des principaux comparables boursier
- Les actionnariats détaillés et l'ensemble des participations détenues par Bolloré SE, Compagnie de l'Odet, Financière Moncey, Compagnie du Cambodge, Société Industrielle et Financière de l'Artois, Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard et Compagnie des Tramways de Rouen et de plusieurs autres holdings et filiales au 31 décembre 2023 ou à la date la plus récente
- Les Valeurs Nettes Comptables des actifs agricoles & viticoles, immobiliers, ainsi que des participations non-cotées et des holdings au 31/12/2023
- Des informations relatives aux transactions récentes réalisées par les entités du Groupe sur le capital des sociétés cibles (principalement date de transaction, nombre de titres acquis et prix d'acquisition)
- Le détail des achats d'actions Bolloré SE, Compagnie de l'Odet et Rubis réalisés par les sociétés du groupe sur l'exercice 2024
- Un détail des plans d'attributions d'actions gratuites de Bolloré SE au 28 mai 2024

1.1.1. Actif net réévalué

Dans le cadre de mise en œuvre de la méthode de l'actif net réévalué, les participations dans des sociétés cotées hors groupe ont été évaluées sur la base du cours de bourse (CMP 1 mois).

Les participations dans des sociétés opérationnelles non cotées ont été évaluées sur la base d'une méthodologie DCF ou de la valeur nette comptable

Enfin, les participations dans les holdings du Groupe (dont la valeur dépend directement de celle de Bolloré SE ou de Compagnie de l'Odet) ont été évaluées sur la base :

- de la valeur par transparence basée sur le cours de bourse de Compagnie de l'Odet (« méthode ANR 1 »)
- d'une valeur des titres Compagnie de l'Odet déduite par transparence sur le cours de bourse de Bolloré SE (« méthode ANR 2 »)

Les ANR 1 et 2 ont été calculés sans intégrer de décotes de holdings sur les holdings intermédiaires et l'ANR 2 neutralise en plus la décote du cours de bourse de Compagnie de l'Odet par rapport à son ANR calculé par transparence sur le cours de bourse de Bolloré SE. Une décote d'illiquidité de 7,2% a été appliquée pour les holdings non-cotées (niveau de décote résultant de l'application de la méthodologie retenue par le Groupe pour estimer la décote à appliquer aux holdings non-cotées contrôlant la Compagnie de l'Odet).

Afin de refléter le caractère de holding des sociétés cibles, les valorisations via ANR 1 et ANR 2 ont été présentées par les parties pré et post-décote de holding de 30%.

La méthodologie décrite *supra* conduit aux résultats suivants :

- Compagnie du Cambodge
 - o 4 839 M€ pour la méthode de l'ANR 1 sans décote de holding, soit 86,5 € par action (et 3 386 M€ avec décote de holding de 30%, soit 60,5 € par action) ;
 - o 5 676 M€ pour la méthode de l'ANR 2 sans décote de holding, soit 101,4 € par action (et 3 974 M€ avec décote de holding de 30%, soit 71,0 € par action) ;
- SCFTVG
 - o 583 M€ pour la méthode de l'ANR 1 sans décote de holding, soit 9 276 € par action (et 408,0 M€ avec décote de holding de 30%, soit 6 493€ par action) ;
 - o 687 M€ pour la méthode de l'ANR 2 sans décote de holding, soit 10 928 € par action (et 481 M€ avec décote de holding de 30%, soit 7 649 € par action).

1.1.2. Référence au cours de bourse

Il a été fait références aux cours spot, ainsi qu'aux Cours Moyens Pondérés (CMP) par les volumes sur des périodes de 1 mois, 3 mois, 6 mois et un an au 9 juillet 2024 (soit le dernier jour de bourse avant l'annonce des fusions).

Ces observations conduisent aux valeurs suivantes :

- Compagnie du Cambodge
 - o Spot : 66,5€ par action² soit une capitalisation de 3 722 M€
 - o CMP 1 mois : 68,6€ par action² soit une capitalisation de 3 840 M€
 - o CMP 3 mois : 68,6€ par action² soit une capitalisation de 3 840 M€
 - o CMP 6 mois : 66,5€ par action² soit une capitalisation de 3 723 M€
 - o CMP 1 an : 65,7€ par action² soit une capitalisation de 3 677 M€

- Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard
 - o Spot : 7 950€ par action pour une capitalisation boursière de 500 M€
 - o CMP 1 mois : 7 950€ par action soit une capitalisation de 500 M€
 - o CMP 3 mois : 7 113€ par action soit une capitalisation de 447 M€
 - o CMP 6 mois : 7 080€ par action soit une capitalisation de 445 M€
 - o CMP 1 an : 6 689€ par action soit une capitalisation de 420 M€

1.1.3. Synthèse

Il ressort des méthodes et références d'évaluation retenues par les parties une valeur de l'action Compagnie du Cambodge comprise entre 60,5 euros et 101,4 euros (après Division du Nominal), et une valeur de l'action SCFTVG comprise entre 6 493 euros et 10 928 euros.

1.2 Synthèse des approches mises en œuvre par les parties

Le tableau ci-après synthétise le rapport d'échange résultant des approches mises en œuvre et retenues par les parties.

² Post-Division du nominal.

Méthode ou référence	Description	Compagnie du Cambodge	Société des Chemins de Fer et Tramways du Val et du Gard	Parité (# actions CC pour 1 action SCFTVG)
Cours de bourse	Spot	66,5	7 950	119,5
	CMP 1-mois	68,6	7 950	115,9
	CMP 3-mois	68,6	7 113	103,7
	CMP 6-mois	66,5	7 080	106,4
	CMP 12-mois	65,7	6 689	101,8
ANR 1	30% de décote de holding	60,5	6 493	107,3
	0% de décote de holding	86,5	9 276	
ANR 2	30% de décote de holding	71,0	7 649	107,7
	0% de décote de holding	101,4	10 928	

Dans cette fourchette, les parties ont arrêté le rapport d'échange à 110 actions Compagnie du Cambodge émises en rémunération de 1 action SCFTVG, soit une parité de 110.

2. Diligences mises en œuvre par le commissaire à la fusion

Ma mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de Compagnie du Cambodge et de SCFTVG sur les valeurs relatives retenues afin de déterminer le rapport d'échange et d'apprécier le caractère équitable de ce dernier. Elle s'inscrit parmi les autres interventions définies par la loi et prévues par le cadre conceptuel de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes.

En conséquence, ma mission ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif ni de me permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des opérations spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Elle n'implique pas non plus validation du régime fiscal applicable à l'opération.

En outre, elle ne saurait être assimilée à une mission de *due diligence* effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Mon rapport ne peut donc être utilisé dans ce contexte. De la même manière, mes travaux ne sont pas assimilables à ceux d'un expert indépendant désigné par l'organe d'administration ou de contrôle d'une partie.

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission.

J'ai en particulier effectué les travaux suivants :

- J'ai pris connaissance de l'opération de fusion envisagée et ai tenu des réunions avec les représentants des sociétés en présence, tant pour comprendre le contexte dans lequel cette fusion se situe, que pour analyser les modalités comptables, juridiques et fiscales envisagées.
- J'ai examiné le traité de fusion et ses annexes signé le 12 septembre 2024.
- J'ai analysé la documentation juridique relative aux sociétés participant à la présente fusion.
- J'ai examiné les opérations récentes intervenues sur le capital des sociétés cibles.
- J'ai pris connaissance des comptes annuels de Compagnie du Cambodge et SCFTVG et des comptes consolidés de Compagnie du Cambodge pour l'exercice clos au 31 décembre 2023 qui ont été certifiés sans réserve ni observation par les commissaires aux comptes.
- J'ai pris connaissance des comptes sociaux sur la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2024 de Compagnie du Cambodge et SCFTVG.
- J'ai examiné les méthodes d'évaluation mises en œuvre dans le cadre de la fusion et me suis assuré qu'elles étaient adaptées aux sociétés en présence et au contexte de l'opération proposée.
- J'ai apprécié la pertinence des méthodes d'évaluation retenues et des résultats obtenus par les parties. J'ai également analysé la sensibilité des valeurs et de la parité induite aux différentes hypothèses retenues.
- J'ai obtenu une lettre d'affirmation signée du Président du Directoire de Compagnie du Cambodge et du Directeur général de SCFTVG confirmant les éléments significatifs utilisés dans le cadre de ma mission et notamment l'absence de tout évènement significatif de nature à remettre en cause les évaluations réalisées.

3. Commentaires et observations du commissaire à la fusion sur les évaluations exposées dans le traité de fusion

3.1 Commentaires préliminaires

L'appréciation des valeurs relatives attribuées par les parties aux actions des sociétés participant à l'opération appelle les commentaires suivants :

- l'approche par l'actif net réévalué nous semble pertinente pour estimer la valeur des sociétés Compagnie du Cambodge et SCFTVG, du fait de leur nature de holding ;
 - o réciproquement, du fait de la nature de holding, il est pertinent d'écarter, au niveau des sociétés Compagnie du Cambodge et SCFTVG, les méthodes d'évaluations intrinsèques (type DCF) et analogiques (multiples boursiers et de transactions) ;

- la parité d'échange n'est que peu sensible à la valeur retenue pour Bolloré SE, car la majorité de la valeur de la Société Absorbée comme de la Société Absorbante dépend de la valeur de Bolloré SE ;
 - o à titre illustratif, une hausse de 10% de valeur des titres de Bolloré SE utilisée pour la mise en œuvre de la méthode de l'ANR conduit à une modification du rapport d'échange inférieure à 1% ;
 - o la valeur de Bolloré SE retenue dans le cadre de la méthode de l'ANR, fondée sur la référence au cours de bourse, semble pertinente au regard (i) de la liquidité du titre, (ii) du niveau de flottant (>17%), et (iii) du suivi du titre par plusieurs analystes financiers ;
 - o les banques mandatées par les parties ont également mis en œuvre une évaluation de Bolloré SE par la somme des parties, qui aboutit à une valeur cohérente avec le cours de bourse.

3.2 Commentaires sur l'évaluation de Compagnie du Cambodge et SCFTVG

La méthode d'évaluation (Actif Net Réévalué) et la référence de valorisation (référence au cours de bourse) retenues par les parties pour la détermination de la valeur réelle des actions et le rapport d'échange sont usuelles et adaptées au regard de l'activité des sociétés concernées, de leur taille, de leur structure financière, ainsi qu'au contexte de la présente fusion.

Je formulerai les commentaires suivants :

- Concernant la mise en œuvre de la méthode de l'ANR, les participations dans des sociétés holdings du Groupe ont été évaluées sur la base du CMP 1 mois de Bolloré SE (ANR 2) ou du CMP 1 mois de Compagnie de l'Odet (ANR 1) ;
 - o l'ANR 1 prend en compte la décote supportée par Compagnie de l'Odet par rapport au cours de bourse de Bolloré SE (une décote de l'ordre de 20% étant effectivement appliquée par le marché, du fait notamment de la moindre liquidité des titres de Compagnie de l'Odet relativement à ceux de Bolloré SE³), contrairement à

³ Rotation du flottant sur 12 mois : 46,88% pour Bolloré SE contre 23,45% pour Compagnie de l'Odet (source : S&P Capital IQ, Document d'enregistrement universel 2023)

- l'ANR 2 qui neutralise cette décote (dans la mesure où il se fonde directement sur le cours de bourse de Bolloré SE) ;
- dans la mesure où les participations dans les holdings du Groupe détiennent les titres Bolloré SE quasi-exclusivement à travers Compagnie de l'Odet, l'ANR 1 semble devoir être privilégiée ;
 - L'application ou non d'une décote de holding de 30% à la valeur obtenue par la méthode de l'ANR est sans impact sur la parité d'échange. Je retiens néanmoins uniquement les valeurs tenant compte de la décote, l'application d'une telle décote étant justifiée au regard de la nature des sociétés évaluées (sociétés holding, peu liquides, ne détenant les titres de Compagnie de l'Odet qu'indirectement, au travers de plusieurs holdings « intermédiaires »).
 - La valeur de l'actif économique de SCFTVG résidant principalement dans la participation détenue dans la holding Financière Moncey (26,6% détenus), elle dépend donc de celle de la société Compagnie de l'Odet.

En effet, la valeur de l'actif économique de Financière Moncey dépend très majoritairement de la valeur de Compagnie de l'Odet, dans la mesure où il réside dans :

- (i) les participation dans les holdings contrôlant Bolloré SE :
 - Compagnie de l'Odet (4,93% détenus) ;
 - Financière V (10,5 % détenus) ;
 - Omnium Bolloré (17,1% détenus) ;
- (ii) les participations dans des sociétés holdings placées « sous » Bolloré SE mais dont l'essentiel de l'actif économique correspond à des participations indirectes dans les holdings contrôlant Bolloré SE :
 - CTR (48,15% détenus) ;
 - Société Industrielle et Financière de l'Artois (42,05% détenus) ;
 - Socfrance (11,53 % détenus).
- De même, la valeur de l'actif économique de Compagnie du Cambodge réside majoritairement dans ses participations dans Compagnie de l'Odet (19,1% détenus) ou dans des holdings détenant directement ou indirectement des titres de Compagnie de l'Odet (Financière V, Financière Moncey, Plantations des Terres Rouges...).
- La référence au cours de bourse est bien observée sur une période historique antérieure à l'annonce des fusions. On notera néanmoins la faible liquidité des titres et le caractère restreint du flottant pour de Compagnie du Cambodge et SCFTVG :

- Pour Compagnie du Cambodge, le taux de rotation du flottant sur 12 mois s'établit à 7,8% pour un flottant de 0,77% ;
- Pour SCFTVG, le taux de rotation du flottant sur 12 mois s'établit à 0,8% pour un flottant de 3,65%.

3.3 Synthèse

La méthode (ANR) et la référence d'évaluation (cours de bourse) retenues par les parties apparaissent adaptées à l'opération considérée et aux objectifs recherchés.

III. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE

1. Rapport d'échange proposé par les parties

Sur la base de l'analyse effectuée par les parties (cf. § II *supra*), celles-ci ont arrêté le rapport d'échange à 1 action SCFTVG pour 110 actions Compagnie du Cambodge.

2. Diligences effectuées pour vérifier le caractère équitable du rapport d'échange

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé.

Dans ce cadre, j'ai :

- analysé le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes (cf. section II *supra*) ;
- appréhendé l'incidence du rapport d'échange sur la situation future des actionnaires des deux sociétés.

3. Appréciation et positionnement du rapport d'échange proposé

Sur la base de mes analyses et appréciations ainsi que des résultats des méthodes considérées pertinentes (cf. section II. *supra*), la parité se présente comme suit :

Méthode ou référence	Description	Compagnie du Cambodge	Société des Chemins de Fer et Tramways du Val et du Gard	Parité (# actions CC pour 1 action SCFTVG)
Cours de bourse	Spot	66,5	7 950	119,5
	CMP 1-mois	68,6	7 950	115,9
	CMP 3-mois	68,6	7 113	103,7
	CMP 6-mois	66,5	7 080	106,4
	CMP 12-mois	65,7	6 689	101,8
ANR 1	30% de décote de holding	60,5	6 493	107,3

Le rapport d'échange de 1 action de la Société Absorbée pour 110 actions de la Société Absorbante, correspondant à un ratio de 110, s'inscrit donc dans le milieu de la fourchette des valeurs relatives jugées pertinentes.

4. Incidence de la rémunération proposée sur la situation des actionnaires

La parité d'échange retenue (110 actions ordinaires de Compagnie du Cambodge pour 1 action ordinaire de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard) :

- correspond au milieu de la fourchette des rapports d'échange jugés pertinents (101,8 – 119,5) ;
- est également en ligne avec la parité extériorisée par chacune des méthodes et références retenues.

Elle n'extériorise donc pas de situation relative plus favorable pour les actionnaires de l'Absorbée ou de l'Absorbante.

IV. CONCLUSION

Sur la base de mes travaux et à la date du présent rapport, je suis d'avis que le rapport d'échange (post-Division du Nominal) de 110 actions ordinaires de Compagnie du Cambodge pour 1 action ordinaire de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard arrêté par les parties est équitable.

Fait à Paris, le 12 septembre 2024
Le Commissaire à la Fusion



Maurice NUSSENBAUM

Annexe 1 – Déclaration d'indépendance



GREFFE DU TRIBUNAL DE
COMMERCE DE NANTERRE
SERVICE DES REQUETES
4 RUE PABLO NERUDA
92020 NANTERRE CEDEX

Vos références : 2024005333 / SADIR COMPAGNIE DU CAMBODGE

ATTESTATION SUR L'HONNEUR D'INDEPENDANCE ET D'IMPARTIALITE

Je soussigné, **SORGEM EVALUATION** Monsieur Maurice Nussenbaum 11 rue Leroux 75016 Paris

Nommé commissaire à la fusion par ordonnance du président du tribunal de commerce de Nanterre :

- ✓ certifie n'avoir aucun lien direct ou indirect de nature juridique, financier ou autres avec les dirigeants et les entreprises concernées par cette mission,
- ✓ m'engage à exécuter cette mission conformément à notre code de déontologie professionnelle en respectant les principes fondamentaux de comportement relatifs à l'intégrité, l'objectivité, la compétence, l'indépendance, le secret professionnel et le respect des règles professionnelles.

Fait à Paris, le 12/07/24

Signature :

SORGEM EVALUATION
11, rue Leroux - 75116 PARIS
Tél. : 01.40.67.20.00
Fax : 01.40.67.74.14
S.A.S. au capital de 934 005 euros
RCS Paris 2006 B 26337
SIRET 609 622 081 00011