

NOTE D'INFORMATION ÉTABLIE PAR



EN RÉPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ COLAS S.A. INITIÉE PAR BOUYGUES S.A.



AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), le rapport du cabinet Ledouble agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »).



En application des dispositions de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité relative à la présente offre en date du 18 novembre 2023, apposé le visa n°23-479 sur la présente Note en Réponse.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'ils contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La présente Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Colas S.A. (www.colas.com) et peut être obtenue sans frais auprès de Colas S.A. (1 rue du Colonel Pierre Avia, 75015 Paris).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Colas sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait selon les mêmes modalités.

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

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	5
1.2.	RAPPEL DU CONTEXTE ET DES MOTIFS DE L'OFFRE.....	6
1.3.	RAPPEL DES PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	7
1.3.1.	Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre.....	7
1.3.2.	Principaux termes et modalités de l'Offre Publique de Retrait.....	8
1.3.3.	Retrait Obligatoire	9
1.3.4.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	9
1.3.5.	Calendrier indicatif de l'Offre	11
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE COLAS.....	11
2.1.	COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	11
2.2.	RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION RELATIVES A L'OFFRE	12
2.3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	12
3.	INFORMATION DES INSTANCES REPRÉSENTATIVES DU PERSONNEL.....	21
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE COLAS.....	21
5.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	21
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	21
7.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	21
7.1.	STRUCTURE DU CAPITAL DE COLAS	21
7.2.	PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES AU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENTS DE SEUILS OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES EN APPLICATION DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE	22
7.3.	RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L.233-11 DU CODE DE COMMERCE.....	22
7.4.	LISTE DES DETENTEURS D' ACTIONS COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	22
7.5.	MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D' ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	23
7.6.	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE.....	23
7.7.	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU' A LA MODIFICATION DES STATUTS DE COLAS	23
7.7.1.	Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration.....	23
7.7.2.	Modification des statuts de Colas	24
7.8.	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER CONCERNANT L'EMISSION OU LE RACHAT D' ACTIONS.....	24
7.9.	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE ETANT MODIFIES OU PRENANT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE COLAS	26

7.10.	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT OU D'ECHANGE	26
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	26
9.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNÉES À L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF	26
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPOSE	27

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, Bouygues S.A., société anonyme de droit français ayant un capital social de 381 336 141 euros, dont le siège social est sis au 32 avenue Hoche, 75008, Paris, France et immatriculée sous le numéro 572 015 246 R.C.S. Paris (« **Bouygues** » ou l'« **Initiateur** »), s'est irrévocablement engagé à offrir aux actionnaires de Colas S.A., société anonyme de droit français ayant un capital social de 48 981 748,50 euros, dont le siège social est sis au 1 rue du Colonel Pierre Avia, 75015, Paris, France, immatriculée sous le numéro 552 025 314 R.C.S. Paris, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment A) sous le code ISIN FR 0000121634 (« **Colas** » ou la « **Société** ») d'acquérir la totalité de leurs actions Colas dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), au prix unitaire de 175 euros (le « **Prix de l'Offre** ») payable exclusivement en numéraire.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Portzamparc, filiale du Groupe BNP Paribas, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »), a déposé auprès de l'AMF, le 20 septembre 2023, un projet de note d'information pour le compte de l'Initiateur, et garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

À la date de la présente Note en Réponse, Bouygues détient 31 612 151 actions et 63 224 262 droits de vote de la Société, représentant respectivement 96,81 % du capital et 98,07 % des droits de vote de la Société¹.

L'Offre Publique de Retrait vise la totalité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement par Bouygues, soit un nombre total à la date de la Note en Réponse de 1 029 109 actions ordinaires, correspondant à la totalité des actions existantes de la Société non détenues directement ou indirectement par Bouygues (soit 1 042 348 actions), à l'exclusion des 13 239 actions Colas auto-détenues par la Société.

À la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions ordinaires existantes de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la

¹ Sur la base d'un capital composé de 32 654 499 actions représentant 64 467 036 droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

La durée de l'Offre Publique de Retrait sera de 10 jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier sera mise en œuvre, les conditions du Retrait Obligatoire étant déjà réunies. Dans le cadre de ce Retrait Obligatoire, les actions Colas qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix de l'Offre, soit 175 euros par action.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront déposées auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

Les caractéristiques de l'Offre sont décrites de manière plus exhaustive dans la section 2 de la note d'information visée par l'AMF le 18 novembre 2023 sous le numéro 23-478 (la « **Note d'Information** »).

1.2. Rappel du contexte et des motifs de l'Offre

En septembre 1958, le groupe Shell, actionnaire unique de la Société, a cédé le contrôle de Colas (sous son ancienne dénomination Société Routière Colas) à la Société Parisienne Raveau-Cartier (« **SPRC** », sous son ancienne dénomination SOPAGEFI Raveau-Cartier).

En 1961, les actions de Colas ont été admises à la cotation à la bourse de Paris.

En 1983, le groupe Screg a racheté les 65% du capital détenus par SPRC dans la société d'investissement de travaux publics (SITP) et est devenue l'actionnaire majoritaire de Colas (sous son ancienne dénomination Société Routière Colas).

En décembre 1985, Bouygues est indirectement devenu l'actionnaire majoritaire de Colas dans le cadre de l'acquisition du groupe Screg.

En juillet 2000, Bouygues a déposé une offre publique d'échange simplifiée visant les actions Colas par remise, pour une action Colas apportée, d'une action Bouygues émise ou à émettre (l' « **OPE** »).

Le Conseil des marchés financiers a publié la décision de recevabilité du projet d'OPE le 20 juillet 2000. L'OPE s'est ensuite déroulée du 20 juillet au 31 août 2000.

À la clôture de cette OPE, le 5 décembre 2000, Bouygues détenait 29 149 090 actions Colas, représentant 96,47% du capital de la Société.

Dans un communiqué en date du 18 septembre 2023, Bouygues a annoncé son intention de déposer une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions de la Société.

L'Offre s'inscrit dans le cadre d'une opération de simplification de la structure capitalistique de Colas par l'acquisition du solde du capital de la Société non détenu par l'Initiateur.

L'Offre vise également à réduire les coûts induits par la cotation de la Société et à simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société compte tenu des contraintes réglementaires et administratives auxquelles sont soumises les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. Cet objectif apparaît d'autant plus opportun que la maison-mère de la Société est cotée.

Par ailleurs, la cotation présente peu d'utilité pour la Société. L'histoire récente (acquisitions de Miller McAsphalt et Destia) a démontré que la Société a été capable de financer son développement sans avoir recours aux marchés de capitaux.

Détenant plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF, conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Offre Publique de Retrait qui sera immédiatement suivi d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des actions de la Société non détenues par Bouygues à l'issue de l'Offre Publique de Retrait.

L'Offre est réalisée dans l'objectif d'acquérir 100% des actions de la Société non détenues par Bouygues.

1.3. Rappel des principales caractéristiques de l'Offre

1.3.1. Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre

À la date de la présente Note en Réponse, Bouygues détient 31 612 151 actions et 63 224 262 droits de vote de la Société, représentant respectivement 96,81 % du capital et 98,07 % des droits de vote de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des titres de capital et donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société émis à ce jour et non encore détenus par l'Initiateur à la date des présentes, soit 1 029 109 actions (exclusion faite des 31 612 151 actions Colas détenues par Bouygues et des 13 239 actions Colas auto-détenues par la Société).

À la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions ordinaires existantes de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

1.3.2. Principaux termes et modalités de l'Offre Publique de Retrait

L'Offre a été déposée auprès de l'AMF le 20 septembre 2023 par Portzamparc, agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur, en application des articles 231-13 et suivants et 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF. Portzamparc, en qualité d'établissement présentateur et garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, la Société a déposé auprès de l'AMF le 16 octobre 2023 son projet de note en réponse à l'Offre, incluant notamment le rapport de l'Expert Indépendant et l'avis motivé du Conseil d'administration en application des dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF. L'AMF a publié un avis de dépôt sur son site internet (www.amf-france.org).

Le projet de note d'information et le projet de note en réponse ont été mis en ligne sur le site internet de l'AMF et tenus gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur (pour le projet de note d'information) et au siège de la Société (pour le projet de note en réponse). Un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note en réponse a été publié par la Société et rendu public sur son site internet (www.colas.com) le 16 octobre 2023.

L'AMF a publié sur son site Internet le 20 novembre 2023 une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emporte visa de la note en réponse.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant 10 jours de négociation. Dans le cadre de cette Offre Publique de Retrait, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant cette période de 10 jours de négociation, en application de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF, à acquérir auprès des actionnaires de Colas la totalité des actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au Prix de l'Offre, soit 175 euros par action apportée.

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

La Note en Réponse ayant reçu le visa de l'AMF et le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.colas.com). Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement au siège social de la Société.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par la Société.

1.3.3. Retrait Obligatoire

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, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions Colas qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait, autres que les actions auto-détenues par la Société, seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites actions) moyennant une indemnisation de 175 euros par action Colas.

Les modalités détaillées du Retrait Obligatoire sont présentées au paragraphe 2.5 de la Note d'Information.

1.3.4. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

La Note en Réponse n'est pas destinée à être distribuée dans des pays autres que la France. La diffusion de la Note en Réponse et de tout autre document relatif à l'Offre, la Note d'Information, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes faisant l'objet de telles restrictions, directement ou indirectement, et n'est pas susceptible d'acceptation s'agissant d'ordres émanant de pays au sein desquels l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes en possession de la Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. La Société décline toute responsabilité en cas de la violation par toute personne de restrictions qui lui sont applicables.

La Note en Réponse ainsi que tous les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent ni une offre de vente, ni une sollicitation, ni une offre d'achat de titres dans un pays au sein duquel l'Offre serait illégale. L'Offre ne fera l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de France.

Etats-Unis

La Note en Réponse ne constitue pas une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas proposée, directement ou indirectement, aux États-Unis, aux personnes résidant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou de commerce (incluant de manière non limitative la transmission par fax, téléphone et par courrier électronique) aux États-Unis, ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire de la Note en Réponse, aucun autre document lié à la Note en Réponse ni aucun document relatif à l'Offre ne peut être envoyé par la poste, communiqué ou publié par un intermédiaire ou n'importe quelle autre personne aux États-Unis sous quelque forme que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne peut apporter ses actions à l'Offre, s'il n'est pas en mesure de déclarer : (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis une copie de la Note en Réponse, ou de quelque autre document lié à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents vers les États-Unis, (ii) qu'il n'a pas

utilisé, directement ou indirectement les services postaux, les moyens de télécommunication ou d'autres instruments de commerce ou encore les services d'une bourse de valeurs aux États-Unis en lien avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas aux États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou communiqué l'ordre de transfert de ses actions et (iv) qu'il n'est ni mandataire ni représentant agissant pour le compte d'une autre personne qui lui aurait communiqué des instructions depuis les États-Unis. Les intermédiaires habilités n'auront pas le droit d'accepter d'ordre de transfert d'actions qui ne respecteraient pas les dispositions précitées (à moins d'une autorisation ou d'un ordre contraire de la part de l'Initiateur, ou fait en son nom, et laissé à sa discrétion). La Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation d'un ordre de vente de valeurs mobilières aux États-Unis.

Pour les besoins du paragraphe précédent, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ses États et le District de Columbia.

Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation conformément à l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

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

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au prix de l'Offre Publique de Retrait par action au plus tard à la date (inclusive) de clôture de l'Offre Publique de Retrait – sous réserve des délais de traitement par l'intermédiaire financier concerné – en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire financier.

Les actions détenues sous la forme nominative dans les registres de la Société devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, les titulaires d'actions détenues sous la forme nominative et souhaitant apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait devront demander aux teneurs de compte-titres nominatif de la Société par courriel servicetitres.actionnaires@bouygues.com ou gpincon@bouygues.com; ou par téléphone au 01.44.20.10.61 ou au numéro vert 0 805 120 007 la conversion de celles-ci afin de les détenir au porteur dans les plus brefs délais. Les intermédiaires financiers teneurs de comptes devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur des actions apportées à l'Offre Publique de Retrait. Les ordres de présentation des actions à l'Offre Publique de Retrait sont irrévocables. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des

avantages liés à la détention de ces actions sous la forme nominative.

L'Offre Publique de Retrait sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux jours de négociation après chaque exécution. Portzamparc, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et de TVA correspondants) afférents à ces opérations resteront en totalité à la charge des actionnaires apportant leurs actions à l'Offre Publique de Retrait. Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par le biais desquels les actionnaires apporteront leurs actions à l'Offre Publique de Retrait.

Le transfert de propriété des actions apportées à l'Offre Publique de Retrait et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre Publique de Retrait ne portera pas intérêt et sera payée à la date du règlement-livraison.

Il reviendra aux actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait de se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait dans les délais impartis.

1.3.5. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF et Euronext publieront des avis annonçant la date d'ouverture et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait.

Un calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.7 de la Note d'Information.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE COLAS

2.1. Composition du conseil d'administration

À la date de la présente Note en Réponse, le conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- Monsieur Pascal Grangé, Président (non exécutif) du conseil d'administration ;
- Bouygues, représentée par Madame Marie-Luce Godinot ;
- Madame Colette Lewiner ;
- Madame Catherine Ronge ;

- Monsieur Olivier Roussat ;
- Monsieur Cyril Bouygues ;
- Monsieur Didier Casas ; et
- Madame Anne-Christine Champion.

2.2. Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatives à l'Offre

Les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 28 août 2023 afin de prendre connaissance du projet d'Offre envisagé par l'Initiateur. Conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration, lors de cette réunion, a mis en place un comité *ad hoc* composé de Mme Colette Lewiner (Présidente) et Mme Catherine Ronge, en qualité d'administratrices indépendantes² et de M. Didier Casas.

Lors de cette même réunion du 28 août 2023, le conseil d'administration de la Société, sur recommandation du comité *ad hoc* (dont les membres avaient été préalablement informés que leur nomination était envisagée) et en application des dispositions des articles 261-1 I-1°, 261-1 I-4° et 261-1 II du règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 de l'AMF, a décidé de désigner le cabinet Ledouble, représenté par M. Olivier Cretté et Mme Stéphanie Guillaumin, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF (l' « **Expert Indépendant** »).

Le comité *ad hoc* a été chargé de superviser les travaux de l'Expert Indépendant et d'émettre des recommandations au conseil d'administration de la Société concernant l'Offre.

La constitution du comité *ad hoc* et la nomination de l'Expert Indépendant ont fait l'objet d'un communiqué de presse publié par la Société le 18 septembre 2023, concomitamment à l'annonce du projet d'Offre par l'Initiateur.

Les membres de l'équipe dirigeante de la Société et du comité *ad hoc* ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux. Le détail de ces échanges figure dans le rapport de l'Expert Indépendant.

2.3. Avis motivé du conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration se sont réunis le 13 octobre 2023, sur convocation

² Madame Colette Lewiner n'est plus administratrice de Bouygues depuis le 28 avril 2022. Son indépendance au niveau de Colas et celle de tous les administrateurs est évaluée annuellement par le Conseil d'administration sur recommandation du comité de sélection et des rémunérations (cf. rapport annuel 2022 de Colas, chapitre 12 (*rapport sur le gouvernement d'entreprise*), déposé auprès de l'AMF le 30 mars 2023). L'indépendance ainsi que l'absence de conflit d'intérêts avéré ou potentiel de Madame Colette Lewiner dans le cadre de l'Offre ont été réaffirmés à l'occasion du Conseil d'administration de la Société du 27 octobre 2023.

faite conformément aux statuts du conseil d'administration de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre leur avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société.

Tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés. Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Pascal Grangé, en sa qualité de Président du conseil d'administration.

L'avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés a été adopté à l'unanimité des membres du conseil d'administration lors de sa réunion du 13 octobre 2023. Aucune opinion divergente n'a été exprimée par les membres du conseil d'administration.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du conseil d'administration, est reproduit ci-dessous :

*« Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'ils ont été convoqués ce jour à l'effet notamment, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique de retrait (l' « **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») (l'Offre Publique de Retrait et le Retrait Obligatoire constituant l'« **Offre** ») visant les actions de la Société à un prix de 175 euros par action, initiée par Bouygues S.A. (l' « **Initiateur** »).*

Le Président rappelle que le projet d'Offre a été déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 20 septembre 2023.

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

- le projet de note d'information de l'Initiateur, déposé auprès de l'AMF le 20 septembre 2023, contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur de l'Offre ;*
- le projet de note d'information en réponse de la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF le 16 octobre 2023 ;*
- le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable des conditions financières de l'Offre et à l'absence d'accords et opérations connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires en date du 12 octobre 2023 ; et*
- le projet d'avis motivé recommandé par le comité ad hoc.*

1. La constitution du Comité ad hoc

Le Président rappelle que, lors de sa réunion du 28 août 2023, et conformément au Règlement général de l'AMF et aux meilleures pratiques de gouvernance, le Conseil d'administration, informé du projet d'Offre par les représentants de l'actionnaire majoritaire, a mis en place en son sein un comité ad hoc composé majoritairement d'administrateurs indépendants (le « **Comité** »), ayant pour mission, dans le cadre du projet d'Offre de l'Initiateur, d'examiner les termes et conditions du projet d'Offre qui serait déposé, en ce compris les accords ou éléments susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, de suivre le déroulement de l'opération, de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique en application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil d'administration.

Le Comité est composé depuis sa constitution de trois membres :

- Madame Colette Lewiner, administratrice indépendante qui a été désignée présidente du Comité ;
- Madame Catherine Ronge, administratrice indépendante ; et
- Monsieur Didier Casas, administrateur.

2. Travaux du Comité ad hoc

Madame Colette Lewiner, en sa qualité de présidente du Comité, rend ensuite compte de sa mission et résume succinctement les travaux accomplis par le Comité.

i. Désignation de l'expert indépendant

Les membres du Comité, constitué le 28 août 2023, ayant été préalablement informés que leur nomination était envisagée pour constituer ce comité, ont eu l'occasion de se concerter sur le choix de l'expert indépendant. Ils ont examiné les profils et l'expérience de plusieurs cabinets identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence et d'indépendance requis par la réglementation applicable. À l'issue de cette revue, il a été proposé de retenir le cabinet Ledouble.

Lors de sa réunion du 28 août 2023, le Conseil d'administration a ainsi, sur recommandation du Comité, désigné le cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté et Madame Stéphanie Guillaumin, en qualité d'expert indépendant en application de l'article 261-1 I, 1° et 4° et II du Règlement général de l'AMF, afin qu'il émette un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Lors de cette même séance, le cabinet Viguié Schmidt & Associés A.A.R.P.I. a été désigné en qualité de conseil juridique, afin d'assister le Comité dans le cadre de l'opération annoncée et du projet d'Offre.

ii. Travaux du Comité et suivi des travaux de l'expert indépendant par le Comité

Le Comité s'est réuni à 5 reprises.

Les membres du Comité se sont réunis pour les besoins de leur mission, à chaque fois en présence de du cabinet Viguié Schmidt & Associés et de l'expert indépendant, le cabinet Ledouble :

- le 1er septembre 2023, le contexte juridique des travaux du Comité a été exposé et le cabinet Ledouble a présenté la manière dont se déroulerait sa mission. L'expert indépendant avait préalablement transmis à la Société une première requête documentaire, incluant entre autres le plan d'affaires ;*
- le 14 septembre 2023, le Comité s'est réuni pour un point d'étape sur l'avancement des travaux de l'expert indépendant. Le Comité a pris connaissance des travaux d'évaluation de l'établissement présentateur de l'Offre relatifs au prix envisagé du projet d'Offre transmis aux membres du Comité ;*
- le 2 octobre 2023, le Comité s'est réuni pour un point d'étape sur l'avancement des travaux de l'expert indépendant et notamment la présentation détaillée de ses travaux d'évaluation. Le Comité a également pris connaissance d'un premier projet de recommandation d'avis motivé ;*
- le 10 octobre 2023, le Comité s'est réuni pour prendre connaissance de la mise à jour des travaux d'évaluation de l'expert indépendant au vu des données de marché au 29 septembre 2023. Les membres du Comité et l'expert indépendant ont pu échanger sur les observations des membres du Comité sur le projet de rapport de l'expert indépendant. Le Comité a mis au point la version presque finalisée du projet de recommandation d'avis motivé ;*
- le 12 octobre 2023, le Comité a pris connaissance de la version finale du rapport de l'expert indépendant. Le Comité a finalisé la version définitive de sa recommandation d'avis motivé au Conseil d'administration adoptée à l'unanimité.*

Lors de ces réunions, le Comité s'est assuré que l'expert indépendant disposait de l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes, dans le calendrier envisagé.

Le Comité a noté que l'expert indépendant a eu accès, dans le cadre de sa mission, au plan d'affaires de la Société établi selon les procédures habituelles et approuvé par le Conseil d'administration selon ces mêmes procédures.

Le Comité n'a pas été informé, et n'a pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

Les réunions entre le Comité et l'expert indépendant sont rapportées en annexe au rapport du cabinet Ledouble.

iii. Conclusions du rapport de l'expert indépendant

Le Président du Conseil d'administration donne alors la parole à l'expert indépendant afin qu'il présente les conclusions de son rapport en date du 12 octobre 2023 établi sous la supervision du Comité conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF et de la recommandation de l'AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

L'expert indépendant résume ses travaux et ses constats et donne lecture de l'attestation d'équité en conclusion de son rapport :

« À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 175 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Colas apportant leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas relevé d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre au sens de l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF. »

3. Principales observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions prévues par la réglementation boursière

La présidente du Comité indique que, depuis le dépôt du projet d'Offre par l'Initiateur le 20 septembre 2023, la Société n'a pas reçu d'observation écrite d'actionnaire. Elle précise que l'expert d'indépendant n'en a pas reçues et que l'AMF n'en a pas transmis à l'expert indépendant ni à la Société.

4. Recommandation d'avis motivé du Comité ad hoc

La présidente du Comité indique que le 12 octobre 2023, le Comité a finalisé sa recommandation d'avis motivé au Conseil d'administration au regard notamment du rapport de l'expert indépendant. Elle en communique les termes aux membres du Conseil.

– S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société

Le Comité constate que le projet d'Offre présente un intérêt stratégique pour Colas à plusieurs titres.

Le Comité a pris note des intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans son projet de note d'information, et notamment que l'Initiateur n'envisage pas de modifier la gouvernance de la Société et a l'intention de poursuivre les activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre, qui ne sera pas remise en cause.

Le Comité a relevé notamment que le projet d'Offre conduira à réduire les coûts induits par la cotation de la Société et à simplifier son fonctionnement opérationnel compte tenu des contraintes réglementaires et administratives auxquelles sont soumises les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

Le Comité a pris acte que l'Initiateur a indiqué que la mise en œuvre du projet d'Offre, qui concerne une société détenue depuis de nombreuses années à plus de 95 % du capital et des droits de vote par l'Initiateur, n'aura pas d'impact sur la Société.

Le Comité relève enfin que l'Initiateur a indiqué dans son projet de note d'information déposé le 20 septembre 2023 (i) que la politique de distribution de dividendes de la Société continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction de capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société et de ses filiales et (ii) qu'il n'envisage pas de procéder à une fusion entre l'Initiateur et Colas à l'issue de l'Offre.

Au vu de ce qui précède, le Comité considère que l'Offre présente un intérêt certain pour la Société.

– *S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires*

Le Comité constate que l'Initiateur propose d'acquérir, en numéraire et au prix de 175 euros par action, la totalité des actions de la Société qu'il ne détient pas à la date de dépôt de l'Offre (hors actions auto-détenues).

Le Comité rappelle que dans la mesure où l'Initiateur détient d'ores et déjà plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société, le projet d'Offre Publique de Retrait sera immédiatement suivi, quel qu'en soit le résultat, du Retrait Obligatoire visant la totalité des actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur à l'issue de l'Offre Publique de Retrait.

Le Comité a examiné le rapport établi et l'analyse multicritère mise en œuvre par le cabinet Ledouble, conduisant l'expert indépendant à conclure que le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

Le Comité relève qu'à l'issue de ses travaux d'évaluation multicritère, l'expert indépendant a notamment constaté que le prix de l'Offre extériorise :

- *Au titre de la méthode retenue à titre principal, d'évaluation intrinsèque par actualisation des flux de prévisionnels de trésorerie (DCF), une prime de 10,1% sur la valeur centrale de l'action Colas qui ressort à 158,9 euros et une prime de 1,8% par rapport à la borne haute de l'évaluation à 171,9 euros.*
- *Au titre des critères et méthodes retenues à titre secondaire (référence au cours de bourse de l'action Colas, valeur implicite de l'action par les analystes en charge du suivi de l'action Bouygues et évaluation analogique par les comparables boursiers et par référence aux activités routières d'Eiffage et Vinci), des primes substantielles par rapport aux valeurs centrales et aux bornes hautes des fourchettes d'évaluation de l'action Colas, pour l'ensemble de ces critères et méthodes d'évaluation.*

Le Comité note par ailleurs que l'expert indépendant, qui a analysé les travaux d'évaluation de l'établissement présentateur de l'Offre, a conclu que les méthodes d'évaluation mises en œuvre par l'établissement présentateur sont similaires et que, s'agissant de la méthode DCF retenue à titre principale, le résultat des évaluations respectives de l'action Colas est proche : 158,3 euros pour Portzamparc et 158,9 euros pour le Cabinet Ledouble.

S'agissant des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, le Comité relève que le cabinet Ledouble n'a pas eu connaissance de l'existence de tels accords ni identifié de tels accords entre Colas et l'Initiateur, par référence notamment au projet de note d'information déposé par l'Initiateur le 20 septembre 2023.

Le Comité relève que le cabinet Ledouble conclut son rapport par l'attestation d'équité en indiquant que :

« À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 175 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Colas apportant leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas relevé d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre au sens de l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF. »

– *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés*

Le Comité note que l'Initiateur a indiqué que le projet d'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société selon son plan stratégique actuel.

Le Comité note par ailleurs que l'Initiateur a indiqué qu'il n'envisage pas de modifier la gouvernance de la Société qui conservera ses objectifs de meilleures pratiques.

Le Comité relève que les institutions représentatives du personnel de Colas ont été informées du projet d'Offre le 21 septembre 2023. Le projet d'Offre n'a pas soulevé de questions particulières par les membres des institutions représentatives du personnel de Colas.

Par ailleurs, l'Initiateur a indiqué que l'Offre ne présentera pas d'impact négatif pour la politique de Colas en matière d'emploi, les salariés de Colas continuant à bénéficier de leur précédent statut.

Le Comité a noté que le conseil de surveillance du fonds commun de placement d'entreprise (FCPE) « Colas en Actions » (fusionné en juin 2023 avec le FCPE « Colas Shares »), dans lequel environ 915 salariés et anciens salariés détiennent des parts, se réunira le 6 novembre 2023, pour statuer sur l'apport à l'Offre de toutes les actions de la Société détenues par le FCPE.

Le Comité relève par ailleurs qu'il apparaît que l'ensemble des souscriptions aux FCPE Colas ont pu avoir lieu jusqu'à la date de l'offre publique d'échange de Bouygues sur Colas (ouverte entre le 25 juillet et le 31 août 2000) et que les deux FCPE ont depuis été fermés à toute souscription. Il en ressort, hors fiscalité et hors prise en compte des modalités de souscriptions (abondement de Colas et décotes), que compte tenu du réinvestissement des dividendes en actions, le prix de revient unitaire (correspondant au prix de revient de l'ensemble des actions souscrites divisé par leur nombre) ressort à 88,9€ environ, de sorte que le prix de l'Offre présente en toute hypothèse pour les porteurs de parts de FCPE Colas un gain nominal substantiel par rapport au prix moyen brut de souscription.

Au vu de ce qui précède, le Comité considère que l'Offre est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidences spécifiques en matière d'emploi.

*Connaissance prise des travaux de l'expert indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité, à l'unanimité de ses membres, **recommande** au Conseil d'administration de conclure que l'Offre et ses conséquences sont dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.*

5. Délibération et avis du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, sur recommandation du Comité, et connaissance prise de l'ensemble des éléments mis à la disposition de ses membres et notamment : des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur de l'Offre, des conclusions du rapport de l'expert indépendant, et des conclusions des travaux du Comité, à l'unanimité des membres présents ou représentés (à l'exception de Marie-Luce GODINOT représentant permanent de Bouygues S.A., Initiateur, qui n'a pas participé aux débats et au vote) :

– **prend acte :**

- *des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;*
- *des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur et des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur de l'Offre tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;*
- *des conclusions de l'expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre considérant :*
 - *que le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société dans la perspective du Retrait Obligatoire ;*

- *qu'il n'a pas eu connaissance d'accords et opérations connexes comportant des dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de Colas dont les titres sont visés par l'Offre ;*
- *des travaux et recommandations du Comité ;*
- ***décide** de reprendre à son compte les travaux et la recommandation d'avis motivé du Comité en date du 12 octobre 2023 ;*
- ***considère** à ce titre, dans les conditions de cette recommandation, que l'Offre et ses conséquences sont conformes aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- ***recommande** aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- ***prend acte** que les actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et confirme en tant que de besoin que la Société ne les apportera pas à l'Offre ;*
- ***prend acte** que les membres du Conseil d'administration ne détiennent pas d'actions de la Société susceptibles d'être apportées à l'Offre ;*
- ***approuve** le projet de note en réponse de la Société ;*
- ***autorise**, en tant que de besoin, le Directeur Général, avec faculté de subdélégation, 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 à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment la diffusion de tout communiqué de presse, en particulier le communiqué de presse réglementaire relatif à la mise à disposition du projet de note en réponse. »*

En tant que de besoin, les membres du conseil d'administration se sont réunis le 17 novembre 2023 afin de réitérer l'avis motivé rendu le 13 octobre 2023 dans le cadre de l'Offre.

3. INFORMATION DES INSTANCES REPRÉSENTATIVES DU PERSONNEL

Les instances représentatives du personnel de la Société ont été informées le 21 septembre 2023 du projet d'Offre. Il leur a été présenté à cette occasion le contenu de l'Offre et le calendrier de l'Offre.

Le projet d'Offre n'a pas soulevé de questions particulières.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE COLAS

À l'exception de Bouygues, les membres du conseil d'administration de la Société ne détiennent pas d'actions Colas.

En conséquence, il n'y a pas lieu de faire application des dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, en vertu desquelles chacun des administrateurs détenant des actions doit préciser ses intentions relativement à l'Offre Publique de Retrait.

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date de la présente Note en Réponse, la Société détient 13 239 de ses propres actions.

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

L'Initiateur a déclaré n'être partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue et la Société n'est pas partie et n'a pas connaissance de l'existence de tels accords.

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

7.1. Structure du capital de Colas

À la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 48 981 748,50 euros divisés en 32 654 499 actions ordinaires de 1,50 euros de valeur nominale chacune.

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de la Société et sur la base de l'information publique disponible, la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date de la présente Note en Réponse :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote*
BOUYGUES	31 612 151	96,81	63 224 262	98,07
Colas en actions (FCPE)	194 351	0,60	388 702	0,60
Autres	834 758	2,56	840 833	1,30

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote*
Auto-détention	13 239	0,04	13 239	0,02
Total	32 654 499	100	64 467 036	100

*Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

Afin de se conformer aux dispositions de l'article L. 225-1 du Code de commerce, Bouygues a indiqué qu'il transférera à l'un de ses affiliés une ou plusieurs actions de la Société avant la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

À la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions ordinaires existantes de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

7.2. Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce

Néant.

7.3. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce

Il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions Colas.

À la date de la présente Note en Réponse, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce.

7.4. Liste des détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 31 des statuts de la Société stipule qu' « un droit de vote double de celui conféré aux autres actions eu égard à la quotité du capital social qu'elles représentent est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire ».

Cet article précise qu' « *en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, les actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit, auront également un droit de vote double* ».

« *Toute action convertie au porteur ou transférée en propriété perd le droit de double vote. Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation, de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai de deux (2) ans mentionné ci-dessus* ».

7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance à la date de la présente Note en Réponse d'aucun accord en vigueur à la date de la présente Note en Réponse pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions Colas et à l'exercice des droits de vote de la Société.

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

7.7.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

Conformément aux dispositions des articles 13, 14 et 15 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) au plus nommés par l'assemblée générale.

Les personnes morales peuvent faire partie du conseil d'administration. Lors de leur nomination, elles doivent désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat de travail est antérieur à sa nomination et correspond à un emploi effectif. Toute nomination intervenue en violation de cette disposition est nulle ; toutefois, cette nullité n'entraîne pas celle des délibérations auxquelles a pris part l'administrateur irrégulièrement nommé.

Le nombre des administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction.

La durée des fonctions des administrateurs est de trois (3) années. Le conseil d'administration se renouvellera à chaque assemblée annuelle, à raison d'un ou plusieurs membres en alternant, s'il y a lieu, de façon que le renouvellement puisse être complet en trois (3) années, et se fasse aussi également que possible, suivant le nombre des membres. Tout membre sortant est rééligible.

Si un siège d'administrateur devient vacant par décès ou par démission dans l'intervalle de deux assemblées générales, le conseil d'administration peut pourvoir provisoirement au remplacement. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur. Les nominations provisoires d'administrateurs sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. À défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables. S'il ne reste plus que deux (2) administrateurs en fonction, l'assemblée générale doit être immédiatement convoquée par eux ou, au besoin, par les commissaires aux comptes pour compléter le conseil d'administration.

7.7.2. Modification des statuts de Colas

L'assemblée générale extraordinaire de Colas est seule habilitée pour modifier les statuts de la Société, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires.

Il est précisé que l'assemblée générale du 25 avril 2023 a autorisé le conseil d'administration, pour une durée d'un an, à apporter l'ensemble des modifications nécessaires aux statuts afin de les mettre en conformité avec les dispositions législatives et réglementaires ; les modifications éventuellement apportées aux statuts seront alors soumises à ratification par la plus proche assemblée générale extraordinaire.

7.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

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

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts, à la date de la présente Note en Réponse, le conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres listées ci-dessous.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation
Autorisation en vue de permettre à la Société d'intervenir sur ses propres actions	25/04/2023 (16 ^{ème} résolution)	5 % du capital, coût total plafonné à 293 890 320 euros	18 mois	2655 actions achetées 2 363 actions vendues (au titre du contrat de liquidité en 2023)
Autorisation à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions propres détenues par la Société	25/04/2023 (18 ^{ème} résolution)	10 % du capital par période de 24 mois	18 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	25/04/2023 (19 ^{ème} résolution)	Augmentation de capital : 10 millions d'euros en nominal Émission de titres de créances : 10 millions d'euros	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital social par incorporation de primes, réserves ou bénéfices	25/04/2023 (20 ^{ème} résolution)	Augmentation de capital : 10 millions d'euros en nominal Émission de titres de créances : 10 millions d'euros	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital social par offre au public autre que celles visées à l'article L. 411-2 1° du Code monétaire et financier avec suppression du droit préférentiel de souscription	25/04/2023 (21 ^{ème} résolution)	Augmentation de capital : 10 millions d'euros en nominal et 10 % du capital sur une période de douze mois Émission de titres de créances : 10 millions d'euros	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital par offres au public visées à l'article L. 411-2 1° du Code monétaire et financier avec suppression du droit préférentiel de souscription	25/04/2023 (22 ^{ème} résolution)	Augmentation de capital : 10 millions d'euros en nominal et 10 % du capital sur une période de douze mois Émission de titres de créances : 10 millions d'euros	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet de fixer le prix d'émission en cas d'augmentation du capital avec suppression du droit préférentiel de souscription	25/04/2023 (23 ^{ème} résolution)	10 % du capital	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital	25/04/2023 (24 ^{ème} résolution)	15 % de l'émission initiale	26 mois	Aucune

7.9. Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de Colas

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, cette dernière n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

Il n'existe aucun accord ou engagement significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration 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 d'achat ou d'échange

À la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du conseil d'administration ou salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le cabinet Ledouble, représenté par M. Olivier Cretté et Mme Stéphanie Guillaumin, a été désigné par le conseil d'administration de la Société en qualité d'Expert Indépendant, en application des dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 12 octobre 2023, est intégralement reproduit en Annexe 1 de la présente Note en Réponse.

9. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNÉES À L'ARTICLE 231-28 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF feront l'objet d'un dépôt auprès de l'AMF et seront mises à disposition du public au plus tard la veille du jour d'ouverture de l'Offre.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPONSE

« À ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Paris, le 20 novembre 2023

Colas S.A.

représentée par Pierre Vanstoflegatte

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant



Ledouble

COLAS

1 rue du Colonel Pierre Avia
75015 Paris

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

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	6
1.1.	Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble	6
1.2.	Indépendance et compétence de Ledouble	7
1.3.	Diligences effectuées	7
1.4.	Affirmations obtenues et limites de la Mission	9
1.5.	Plan du Rapport	10
1.6.	Conventions de présentation	10
2.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	11
2.1.	Sociétés prenant part à l'Offre	11
2.2.	Contexte et termes de l'Offre	12
2.3.	Périmètre de l'Offre	12
2.4.	Financement de l'Offre	13
2.5.	Synergies	13
2.6.	Accords et Opérations Connexes	13
3.	PRÉSENTATION SECTORIELLE ET DU GROUPE	14
3.1.	Principales caractéristiques du marché	14
3.2.	Positionnement de Colas	19
3.3.	Analyse historique de la performance du Groupe	30
3.4.	Matrice SWOT	38
4.	ÉVALUATION MULTICRITÈRE	39
4.1.	Données structurant l'Évaluation Multicritère	39
4.2.	Méthodes d'évaluation écartées	43
4.3.	Références boursières	45
4.4.	Méthodes d'évaluation retenues	50
4.5.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère	59
5.	ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR	60
5.1.	Critères et méthodes d'évaluation retenus	60
5.2.	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	60
5.3.	Références boursières	61
5.4.	Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie	62
5.5.	Valorisation analogique par les Comparables Boursiers	62
5.6.	Valeur implicite de l'Action par la somme des parties de Bouygues	63
5.7.	Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation	63
6.	ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES	64
7.	OBSERVATIONS FORMULÉES PAR DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	64
8.	SYNTHÈSE	65
9.	CONCLUSION	66
	ANNEXES	67

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre
Action(s)	Action(s) de Colas
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires de Colas dont les titres sont visés par l'Offre
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
Autres Activités	Activité de transport d'eau et d'énergie du Groupe exercée par la société Spac
Avis motivé	Avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre
BFR	Besoin en fonds de roulement
bp	Point de base
CA	Chiffre d'affaires
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
Cible	Colas
CMPV	Cours moyen(s) pondéré(s) par les volumes
Colas Rail	Activité ferroviaire du Groupe
Comité Ad Hoc	Comité au sein du Conseil d'Administration en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant
Communiqué de Bouygues	Communiqué de presse de Bouygues du 18 septembre 2023
Communiqué de Colas	Communiqué de presse de Colas du 18 septembre 2023
Comparables Boursiers	Panel de sélection de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de Colas
Conseils	Conseils juridiques
CPER	Contrat de Plan État-Régions
Date de Référence	15 septembre 2023
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
DEU	Document d'enregistrement universel
Direction	Membres du Comité de Direction Générale de la Société

EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization</i>
EMEA	Europe, Moyen-Orient et Afrique
Établissement Présentateur	Portzamparc
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère de l'Action
Expert Indépendant	Ledouble
FCPE	Fonds commun de placement d'entreprise
FMI	Fonds Monétaire International
Ferroviaire	Activité d'infrastructures ferroviaires du Groupe exercée par Colas Rail
Groupe	Société et ses filiales
IDA / IDP	Impôt différé actif / Impôt différé passif
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	Bouygues
Ledouble	Ledouble SAS
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
OAT	Obligations assimilables du Trésor
Offre	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par Bouygues sur les Actions Colas
Offre Publique de Retrait	Premier volet de l'Offre
PER	<i>Price earning ratio</i>
Période Explicite	Période de prévisions du Plan d'Affaires 2023-2025
Période d'Extrapolation	Période d'extrapolation du Plan d'Affaires 2026 à 2028
PIB	Produit intérieur brut
Plan d'Affaires	Plan d'affaires à horizon 2025 de la Société
Prix de l'Offre	175,0 €
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
Retrait Obligatoire	Second volet de l'Offre

RFS	Rapport financier semestriel
ROC	Résultat opérationnel courant
ROCA	Résultat opérationnel courant des activités
Route	Activité Route du Groupe
RSE	Responsabilité sociale des entreprises
SEM	Société(s) d'Économie Mixte
SOTP	<i>Sum of the parts</i>
Société	Colas
TPE	Très Petite(s) Entreprise(s)
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 28 août 2023 par le conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») de la société Colas (la « **Société** » ou la « **Cible** ») en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») dans le cadre du projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») (ensemble l'« **Offre** ») initiée par Bouygues (l'« **Initiateur** ») sur les actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur.

L'Offre a fait l'objet de deux communiqués de presse, l'un de Colas (le « **Communiqué de Colas** »), l'autre de Bouygues (le « **Communiqué de Bouygues** »), publiés le 18 septembre 2023.

L'Initiateur a déposé le 20 septembre 2023 son projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

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 Colas dont les titres sont visés par l'Offre (les « **Actionnaires Minoritaires** »), au regard des conditions financières de l'Offre résumées dans les deux communiqués de presse précités et détaillées dans le projet de note d'information de l'Initiateur, soit en ce qui concerne le prix de l'Offre proposé par Bouygues pour l'action Colas (l'« **Action** »), **175,0 €** par Action (le « **Prix de l'Offre** »).

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](#)¹ et n°[2006-08](#)², ainsi que de la recommandation AMF n°[2006-15](#)³.

Comme mentionné dans le Communiqué de Colas 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 d'un comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc**⁴ ») 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 28 août 2023, la Société nous a adressé⁵ une lettre de mission en date du 20 septembre 2023 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 :

¹ « Offres publiques d'acquisition ».

² « Expertise indépendante ».

³ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

⁴ Le Comité Ad Hoc est constitué d'une majorité d'administrateurs indépendants, en la personne de Madame Colette Lewiner qui le préside et la personne de Madame Catherine Ronge, auxquelles se joint Monsieur Didier Casas, en sa qualité d'administrateur de Colas.

⁵ En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

- l'article [261-1](#) I 1^{o6}, 4^{o7} et II⁸ du règlement général de l'AMF, comme mentionné dans le Communiqué de Colas ;
- l'instruction d'application AMF n°[2006-07](#) ; et
- l'instruction d'application AMF n°[2006-08](#), elle-même complétée de la recommandation AMF n°[2006-15](#).

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant des parties prenantes à l'Offre, plus particulièrement de la Cible, de l'Initiateur et de ses actionnaires, ainsi que des conseils juridiques⁹ (les « **Conseils** ») et de l'établissement présentateur¹⁰ de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »)¹¹.

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, 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.

En particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec l'Établissement Présentateur¹² ;
- 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 avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance¹³.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

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).

⁶ La Société étant contrôlée par l'Initiateur, au sens de l'article L. [233-3](#) du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre.

⁷ En cas d'opérations(s) connexe(s) à l'Offre, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre.

⁸ Compte tenu du retrait obligatoire.

⁹ Vigié Schmidt & Associés (conseil juridique du Comité Ad Hoc) ; Darrois Villey Maillot Brochier (conseil juridique de la Société et de l'Initiateur).

¹⁰ Portzamparc - Groupe BNP Paribas qui, en tant que banque présentatrice et garante, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

¹¹ La liste des principaux interlocuteurs rencontrés ou/et contactés durant la Mission figure en **Annexe 4**.

¹² Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des dernières années sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

¹³ Nous précisons à toutes fins utiles que Ledouble a été désigné, par voie judiciaire, commissaire aux apports dans le cadre du processus de rapprochement entre TF1, filiale de Bouygues, et M6, qui a été interrompu ; cette intervention n'est pas de nature à remettre en cause notre indépendance.

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**.

Nos diligences ont consisté :

- d'une part, en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre, des caractéristiques 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 de l'Action ainsi qu'en une analyse du Prix de l'Offre de l'Action par rapport aux résultats de cette évaluation, en vue d'en apprécier le caractère équitable dans le contexte de l'Offre ;
- d'autre part, à vérifier l'absence d'éléments assimilables à des accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords et Opérations Connexes** »), susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec plusieurs membres du Comité de Direction Générale de la Société¹⁴ (la « **Direction** »), les membres du Comité Ad Hoc et du Conseil d'Administration, ainsi que des représentants de l'Initiateur, des Conseils et de l'Établissement Présentateur, ont porté notamment sur :

- la compréhension du modèle économique du Groupe ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées concernant la Société et l'Initiateur ;
- l'examen des comptes rendus de réunions du Comité d'audit dans le cadre de la clôture annuelle des comptes consolidés et sociaux de la Société ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration ainsi que des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires ;
- la consultation de notre documentation sectorielle ainsi que des extractions de nos bases de données financières relatives aux activités exercées par le Groupe dans son environnement concurrentiel, et au regard de son intégration au sein de Bouygues ;
- la revue des performances opérationnelles du Groupe à l'appui des données comptables et de gestion ;
- la lecture des communiqués de presse et des présentations de la Société au marché ;
- l'examen des notes d'analystes de Bouygues et l'exploitation du consensus qui s'en dégage à moyen terme concernant la valeur de l'Action, ainsi que des notes d'analystes concernant Eiffage et Vinci ;
- l'analyse de la liquidité et de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action sur une longue période ainsi que des événements et des communiqués de la Société et de l'Initiateur permettant d'en interpréter l'évolution ;
- l'étude des facteurs de risques et des instruments de couverture, notamment en termes de risque de taux et de risque de change ;

¹⁴ Représentants des fonctions Développement & Contrôle du Groupe, des Directions Générales géographiques et de Colas Rail (**Annexe 4**).

- l'étude de la contribution des secteurs opérationnels à l'activité, à la rentabilité et à la structure bilantielle du Groupe, par référence notamment au rapport financier de l'exercice 2022 (« **RA 2022** ») et au rapport financier semestriel 2023 (« **RFS 2023** ») ;
- l'examen approfondi, en relation avec nos interlocuteurs, des données budgétaires et prévisionnelles à moyen terme à l'échelle du Groupe, et la mise en perspective de ces projections avec l'historique des comptes consolidés et des plans d'affaires antérieurs ainsi que les analyses de marché disponibles, le carnet de commandes et les axes stratégiques communiqués par la Société ;
- l'analyse de la structure, infra-annuelle¹⁵ et pluriannuelle, de financement et d'endettement du Groupe, des obligations locatives, ainsi que des provisions constituées par nature de risques et charges ;
- l'évaluation multicritère du Groupe et de l'Action ;
- la revue des travaux d'évaluation menés par l'Établissement Présentateur, que nous avons comparés avec notre valorisation multicritère de l'Action ;
- l'examen des conventions conclues par la Société avec l'Initiateur¹⁶ ;
- la lecture d'ensemble des projets de note d'information de l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** ») et de note d'information en réponse de la Société (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** ») dans le processus de dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF ;
- la prise en compte, le cas échéant, des observations sur les termes de l'Offre susceptibles d'être formulées par des Actionnaires Minoritaires avant le dépôt du Projet de Note d'Information en Réponse ;
- l'appréciation du Prix de l'Offre et des conditions financières de l'Offre au vu de la valorisation multicritère de l'Action, ainsi que des éventuels 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.

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 était fiable et transmis 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.

¹⁵ Compte tenu notamment de l'incidence de la variation des conditions climatiques en cours d'année sur l'activité et la structure financière du Groupe.

¹⁶ Directement et au travers de ses filiales.

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 l'Établissement Présentateur (§ 5) ;
- l'examen des Accords et Opérations Connexes (§ 6) ;
- les observations formulées par des Actionnaires Minoritaires (§ 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 (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- 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 électronique du Rapport.

2. Présentation de l'Offre

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1. Cible

Colas SA est une société anonyme de droit français sise 1, rue du Colonel Pierre Avia, à Paris (75015) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 552 025 314. Son capital s'établit à 48.981.748,50 € et se compose de 32.654.499 Actions d'une valeur nominale unitaire de 1,50 €, représentatives de 64.486.467 droits de vote théoriques (§ 2.3.1).

Les Actions Colas sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché Euronext Paris¹⁷.

Le capital et les droits de vote de la Société sont détenus par l'Initiateur à proportion respectivement de 96,81% et de 98,04% (§ 2.3.1).

La Société est l'entité faîtière du Groupe et compte parmi les premiers acteurs mondiaux dans la construction et la maintenance d'infrastructures de transport routières et ferroviaires.

2.1.2. Initiateur

Bouygues SA est une société anonyme de droit français sise 32, avenue Hoche, à Paris (75008) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 572 015 246, dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché Euronext Paris¹⁸.

Bouygues est un groupe de dimension internationale qui opère dans plusieurs secteurs d'activités :

- les activités de construction et de services :
 - la construction et l'entretien d'infrastructures de transport, de loisirs et d'aménagement urbain (Colas) ;
 - le BTP et les travaux publics de réseaux, de génie électrique et thermique et de maintenance d'installations (Bouygues Construction) ;
 - la promotion immobilière (Bouygues Immobilier) ;
- les télécommunications (Bouygues Telecom) ;
- les énergies et services (Equans) ; et
- les médias (TF1).

¹⁷ Code ISIN : FR0000121634 ; mnémonique RE.

¹⁸ Code ISIN : FR0000120503 ; mnémonique EN.

2.2. Contexte et termes de l'Offre

2.2.1. Contexte et objectifs de l'Offre

L'Offre, dont les motifs sont résumés dans le Communiqué de Colas et le Communiqué de Bouygues, et détaillés dans le Projet de Note d'Information¹⁹, vise à simplifier la structure capitalistique de la Société, par l'acquisition de la fraction résiduelle du capital non encore détenue par l'Initiateur²⁰, permettant *de facto* l'économie des coûts induits par la cotation de l'Action qui ne se justifie plus, Colas ayant été en mesure d'assurer son développement en finançant ses dernières acquisitions²¹ sans recourir au marché, et dans un contexte où Bouygues est une société elle-même cotée.

2.2.2. Termes de l'Offre

L'Offre sera entièrement rémunérée en numéraire au Prix de l'Offre de 175,0 € par Action.

Conformément à l'article [236-7](#) du règlement général de l'AMF, l'Offre Publique de Retrait comportera une durée de 10 jours de négociation ; elle sera immédiatement suivie du Retrait Obligatoire, les conditions de détention de 90% du capital ou des droits de vote de la Société par l'Initiateur étant d'ores et déjà réunies pour en permettre l'aboutissement. La mise en œuvre du retrait obligatoire aura pour conséquence la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.

2.3. Périmètre de l'Offre

2.3.1. Répartition du capital et des droits de vote

Le Projet de Note d'Information²² fait état de la répartition du capital et des droits de vote théoriques suivante, sur la base d'un capital composé de 32.654.499 Actions représentant 64.486.467 droits de vote théoriques²³ :

Répartition du capital et des droits de vote

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Bouygues SA	31 612 151	96,81%	63 223 797	98,04%
Autres actionnaires	806 843	2,47%	813 311	1,26%
FCPE	222 266	0,68%	436 120	0,68%
Auto-détention	13 239	0,04%	13 239	0,02%
Total	32 654 499	100,00%	64 486 467	100,00%

Source : Société

Il n'existe pas d'instrument dilutif.

¹⁹ Projet de Note d'Information, 1.2.5 « Motifs de l'Offre », [p. 8](#).

²⁰ Dans le prolongement de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par Bouygues sur les actions de Bouygues Construction en 2021, l'ensemble des activités de construction du groupe Bouygues seront ainsi détenues intégralement par Bouygues à l'issue de l'Offre.

²¹ Miller McAsphalt en [2018](#) et Destia en [2021](#).

²² Projet de Note d'Information, 1.1.2 « Répartition du capital et des droits de vote de la société en date du 30 avril 2022 », [p. 9](#).

²³ 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 légales en vigueur et aux dispositions statutaires, un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire. [RA 2022](#), p. 220.

2.3.2. Titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur les **1.029.109 Actions** non encore détenues par l'Initiateur²⁴, soit :

- 222.266 Actions détenues par le fonds commun de placement d'entreprise (FCPE) « Colas en actions »²⁵ ;
- 806.843 Actions détenues par les autres Actionnaires Minoritaires.

2.3.3. Titres non visés par l'Offre

L'Offre ne porte pas sur :

- les 31.612.151 Actions détenues par l'Initiateur ;
- les 13.239 Actions auto-détenues.

2.4. Financement de l'Offre²⁶

Le montant total devant être payé par l'Initiateur, hors frais et commissions liés à l'Offre, s'établit à 180.094.075 €²⁷.

L'Offre sera financée sur les fonds propres de l'Initiateur.

2.5. Synergies²⁸

L'Initiateur n'anticipe pas de synergies significatives de coûts ni de résultats du fait de l'Offre, eu égard notamment au degré d'intégration historique²⁹ de Colas au sein de Bouygues.

À la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion entre Bouygues et Colas à l'issue de l'Offre³⁰.

2.6. Accords et Opérations Connexes

Nous n'avons en définitive pas identifié de dispositif conclu dans le cadre de l'Offre assimilable à des Accords ou/et Opérations Connexes (§ 6) ; il n'en est pas fait état dans le Projet de Note d'Information, et il ne nous en a pas été signalé.

Il n'existe pas d'engagements d'apport à l'Offre Publique de Retrait³¹.

²⁴ Projet de Note d'Information, 1.1 « Introduction », [p. 5](#).

²⁵ Le FCPE « Colas en actions », qui a absorbé au 30 juin 2023 le FCPE « Colas shares », est désormais le seul FCPE, géré par Amundi Asset Management.

²⁶ Projet de Note d'Information, 2.8 « Financement de l'Offre », [p. 16](#).

²⁷ Nombre d'Actions visées par l'Offre : 1.029.109 Actions (§ 2.3.2) x Prix de l'Offre : 175,0 € (§ 2.2.2).

²⁸ Projet de Note d'Information, 1.3.5 « Synergies et gains économiques attendus », [p. 9](#).

²⁹ À la suite d'une offre publique d'échange simplifiée initiée par Bouygues sur les actions Colas intervenue entre le 25 juillet et le 31 août 2000, Bouygues détient plus de 96% du capital de Colas depuis le 5 décembre 2000.

³⁰ Projet de Note d'Information, 1.3.6 « Intentions en matière de fusion », [p. 10](#).

³¹ Projet de Note d'Information, 1.4 « Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue », [p. 10](#).

3. Présentation sectorielle et du Groupe³²

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** »), à établir un diagnostic du Groupe à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché.

3.1. Principales caractéristiques du marché

Notre analyse sectorielle se concentre principalement sur les caractéristiques du secteur des infrastructures routières qui représente l'essentiel de l'activité du Groupe, ainsi que sur les zones géographiques où il est le plus présent (§ 3.2.2).

Le secteur des infrastructures routières, qui intègre les travaux de construction et les travaux d'entretien et de rénovation, concerne principalement :

- la réalisation de tous types de voies (autoroutes, routes, rues,...) à usage des véhicules, des mobilités douces³³ et des piétons ;
- les installations d'équipements annexes (glissières de sécurité, zones de stationnement revêtues, signalisations, voies d'accès, pistes cyclables,...) ;
- la construction de pistes d'aviation (y compris les voies de dégagement et les structures aéroportuaires annexes).

Le secteur public représente la majorité de la clientèle du secteur, et la concurrence est le fait d'acteurs locaux spécialisés ou d'entreprises multinationales.

3.1.1. Données clés

En 2022, le marché mondial des infrastructures routières a progressé de 5,2% à 267 Md\$³⁴, porté par le dynamisme de la demande en infrastructures de la région Asie-Pacifique où les investissements dans les infrastructures routières répondent à un besoin d'urbanisation croissant lié à l'augmentation de la population et à la modernisation des modes de vie.

L'Europe et l'Amérique du Nord, qui disposent d'un réseau routier mature, s'orientent davantage sur les travaux de maintenance et de réhabilitation, et s'attachent à répondre aux enjeux sociétaux et environnementaux.

3.1.1.1. En France

En France, le secteur de la construction d'infrastructures routières représente plus de 20 Md€³⁵.

Le secteur public, dont les collectivités locales, constitue la majorité de la clientèle du secteur, compte tenu notamment de la part importante de routes communales et départementales sur le réseau français.

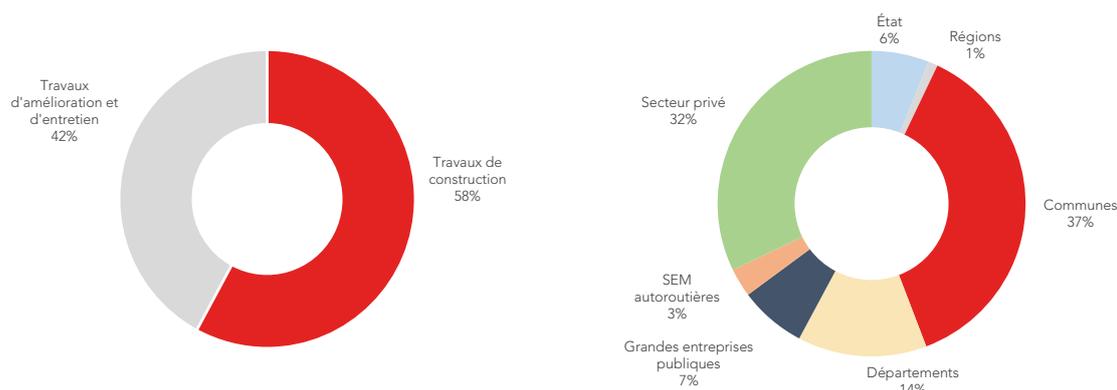
³² Nos sources documentaires sectorielles figurent en **Annexe 5**.

³³ Pistes cyclables, tramways, différents transports ferroviaires.

³⁴ Source : Research and Markets, « *Roads Global Market Report 2023* », May 2023 (extrait).

³⁵ Source : Euroconstruct, « *95th Euroconstruct, Summary report* », Summer 2023.

Répartition du chiffre d'affaires du secteur des travaux routiers



Source : Xerfi (données 2021)

Le secteur des infrastructures routières s'avère particulièrement concentré, avec quatre acteurs (Colas, Bouygues Travaux Publics, Vinci Construction et Eiffage Route), détenant à eux seuls environ 60% du marché ; les autres acteurs sont des TPE spécialisées dans la construction et l'entretien des routes qui interviennent au niveau local sur des « petites affaires » ou en tant que sous-traitants pour les leaders du secteur.

3.1.1.2. En Europe

L'Europe est un marché mature en termes de développement d'infrastructures ; les projets d'infrastructures de transports représentent près de 60% du secteur du génie civil, dont 35% pour les routes, 16% pour le ferroviaire et 7% pour les autres segments du transport tels que les aéroports, les ports, les voies navigables et les systèmes de transport public locaux.

Au cours des quatre dernières années, le secteur des infrastructures routières a progressé en moyenne de près de 3% par an et ressort en 2022 à 157 Md€³⁶, dont 90% reviennent aux pays d'Europe de l'Ouest.

3.1.1.3. En Amérique du Nord

À l'instar de l'Europe, le réseau routier nord-américain est mature, ne nécessitant majoritairement que des investissements dans la maintenance des infrastructures :

- les États-Unis, qui se distinguent par un niveau de maturité et des dynamiques distinctes entre les différents États s'expliquant par des caractéristiques géographiques, politiques ou économiques propres, restent le pays le plus en pointe des économies matures, et devraient profiter du plan de rénovation et de développement des infrastructures adopté par le Sénat en 2021, portant sur une enveloppe d'investissements de 1.200 Md\$³⁷. À titre indicatif, les investissements du segment routes et autoroutes se sont élevés en 2022 à près de 110 Md\$, en croissance de 9%³⁸ ;
- le marché canadien se caractérise par des conditions météorologiques extrêmes qui impliquent de façon récurrente d'importants besoins de réhabilitation. En 2022, les investissements du segment routes et autoroutes se sont élevés à plus de 26 Md\$, en croissance de 22%³⁹.

³⁶ Source : Euroconstruct, « 95th Euroconstruct, Summary report », Summer 2023.

³⁷ Plan fédéral de financement des infrastructures du gouvernement Biden (§ 3.1.2.3).

³⁸ Source : FMI, « North American Engineering and Construction Outlook », [July 2023](#).

³⁹ Source : FMI, « North American Engineering and Construction Outlook », [July 2023](#).

3.1.2. Dynamique et perspectives du secteur des infrastructures routières

Au cours des dernières années, le secteur des infrastructures routières a connu des évolutions contrastées, rythmées par les crises financières, sanitaires et géopolitiques.

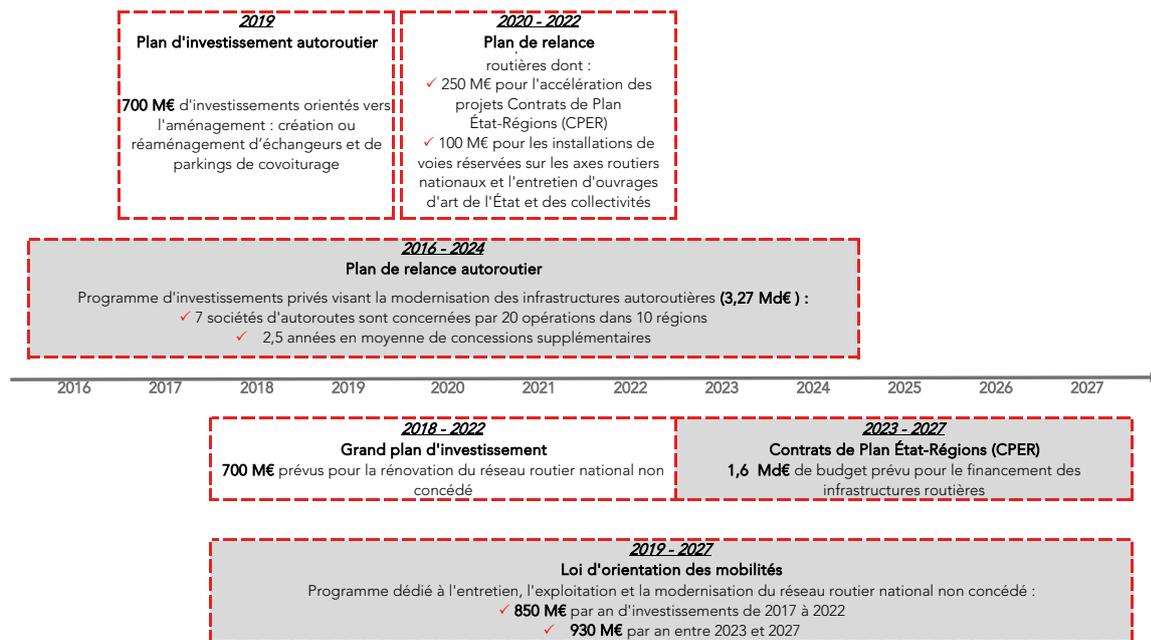
Depuis le début de la guerre russo-ukrainienne en 2022, les acteurs nationaux et internationaux du secteur ont été confrontés à la hausse des coûts de production et aux problèmes d'approvisionnement en matières premières.

Au regard de la répartition des activités du Groupe et de leur poids relatif, ainsi que des politiques d'investissement menées actuellement par les gouvernements, notre analyse se focalise sur la France, l'Europe, les États-Unis et le Canada.

Outre l'évolution de la conjoncture économique, le secteur des infrastructures routières dépend essentiellement des politiques publiques et des plans de soutien en matière de transport ainsi que des investissements publics dédiés aux infrastructures routières.

3.1.2.1. En France

En France, les plans de soutien successifs mis en place par les administrations, en soutien à la rénovation et l'aménagement des infrastructures routières, peuvent se résumer comme suit :



Au cours des dernières années, le secteur des infrastructures routières a connu des évolutions contrastées :

- après la crise financière des *subprimes* en 2008, le secteur a atteint son point bas dans les années 2015-2016, puis s'est redressé sous l'effet de la reprise des investissements publics et privés dans les infrastructures routières ;
- en 2020, la crise sanitaire a entraîné un arrêt des chantiers et une baisse des dépenses publiques, lesquelles n'ont pas retrouvé en 2021 leur niveau d'avant crise ;

- l'année 2022 a été affectée par :
 - des décalages et des redimensionnements des programmes d'investissements en lien avec la hausse des coûts de production et les problèmes d'approvisionnement en matières premières ;
 - la progression des investissements des collectivités territoriales de près de 7%, qui s'explique essentiellement par un effet prix significatif (notamment lié à la reprise de l'inflation), l'accroissement du nombre de commandes se limitant à 2,2% ;
 - de fortes tensions sur le prix des matières premières (dont les prix des bitumes qui ont progressé de près de 34%), l'augmentation forte des prix de l'énergie, ainsi qu'une augmentation des coûts de construction.

En définitive, dans ce contexte inflationniste, qui a conduit à des revalorisations tarifaires de la part des prestataires du secteur, notamment de ceux positionnés en amont de la filière et exploitant des carrières :

- le chiffre d'affaires réalisé par l'ensemble des acteurs des infrastructures routières a progressé de 7,4% ;
- les perspectives pour l'année 2023 devraient se traduire par une progression de ce chiffre d'affaires de l'ordre de 4%, portée par :
 - la poursuite de l'effet prix positif soutenu par l'accroissement des tarifs des acteurs du secteur, afin de compenser le niveau élevé des prix des matières premières, et de reconstituer leurs marges, d'une part ;
 - la demande soutenue des collectivités locales dans le domaine des travaux routiers, d'autre part.

Le secteur sera néanmoins confronté à l'attentisme des concessionnaires d'autoroutes dans un contexte économique et financier incertain et des plans d'investissements de l'État orientés vers la transition écologique au détriment notamment de la route.

Avec les nouvelles politiques de transport mises en place par les administrations, la part des travaux d'amélioration et d'entretien aura en revanche tendance à augmenter.

3.1.2.2. *En Europe*

La Commission européenne mène une politique des transports qui concerne aussi bien les transports routier et ferroviaire qu'aérien et maritime. La libéralisation de l'ensemble des moyens de transport au sein de l'Union Européenne, associée à la modernisation des infrastructures au travers de nombreux projets d'envergure transnationale, a majoritairement bénéficié au transport routier par rapport aux autres modes de transport, notamment le ferroviaire.

La Commission européenne poursuit l'objectif d'assurer la transition écologique du secteur, et poursuit une stratégie orientée sur une mobilité durable et intelligente, dont les principes peuvent se résumer comme suit :

- d'ici à 2030, il est prévu un doublement du trafic ferroviaire à grande vitesse, la mise en circulation de 30 millions de véhicules « zéro émission » de gaz à effet de serre et la commercialisation de navires sans émission ; la stratégie pour une mobilité durable et intelligente a pour but de décarboner également les airs avec des avions zéro émission de grande capacité ;

- > d'ici à 2050, la Commission européenne vise une quasi-totalité de voitures, de camionnettes, de véhicules utilitaires et d'autobus neufs sans émission ;
- > en 2050, le réseau transeuropéen de transport devrait être entièrement opérationnel et le trafic de marchandises par le rail avoir doublé.

Les enjeux d'accessibilité et de connectivité des régions européennes ont conduit à la mise en place de projets intra-européens, supervisés par différents organismes, dont :

- > le Mécanisme pour l'Interconnexion en Europe (**MIE**) qui dispose d'une enveloppe de 25,81 Md€ pour financer les infrastructures de transport sur la période 2021-2027⁴⁰ ;
- > le Fonds Européen pour les Investissements Stratégiques (**FEIS**), institué dans le cadre du plan d'investissement pour l'Europe, qui a financé de nombreux projets urbains et régionaux entre 2015 à 2020⁴¹ ; et
- > le programme **InvestEU**, réunissant notamment le FEIS et d'autres d'instruments financiers, qui est principalement financé par la Banque Européenne d'Investissement (**BEI**).

Les investissements dans les projets de construction routière et ferroviaire pourraient néanmoins être freinés par les arbitrages budgétaires auxquels sont soumis la Banque Européenne d'Investissement et la Commission européenne.

3.1.2.3. Aux États-Unis

Comme le dispose la loi du Congrès Infrastructure Investment and Jobs Act (**IJA**), signée le 15 novembre 2021 par le Président Joe Biden, un plan de financement des infrastructures américaines a été budgétisé à hauteur de 1.200 Md\$, dont 550 Md\$ destinés à de nouveaux projets d'investissements sur cinq ans.

Les investissements en faveur des infrastructures de transport, dont plus de 100 Md\$ consacrés aux routes et ponts, peuvent se résumer comme suit :

Principaux investissements prévus par l'IJA

Routes / Ponts	Ferroviaire
110 Md\$ (dont un tiers alloué à la rénovation de ponts)	66 Md\$
Rénovation de routes et de ponts dans une optique d'appréhension du changement climatique, de résilience et de sécurité routière.	Modernisation des chemins de fer et création de nouvelles lignes.
- Bridge Investment Program (ponts stratégiques américains).	- Federal-State Partnership for Intercity Passenger Rail Grants (amélioration de la performance et multiplicité des services des trains intercity, en séparant les projets du couloir Nord-Est de ceux du réseau national).
- Bridge Formula Program (ponts reliés aux routes publiques).	- Amtrak National Network Grants (fonds séparés entre le couloir Nord-Est et le réseau national).
- INFRA Grant Program (projets de transports de marchandises et d'autoroutes).	

Source : Xerfi, analyses Ledouble

⁴⁰ Modernisation de la ligne de chemin de fer Vidin-Sofia en Bulgarie par exemple.

⁴¹ Route Centre Europe Atlantique en France notamment.

3.1.2.4. Au Canada

Les routes, autoroutes, ponts, aéroports et le réseau ferré constituent des segments de marché des infrastructures au Canada, sur lesquelles repose la croissance économique du pays.

À ce titre, le gouvernement canadien a lancé en 2021, à la sortie de la pandémie de Covid-19, un plan fédéral de croissance, ciblant notamment les infrastructures aéroportuaires et routières. L'ensemble des investissements du gouvernement consacrés aux infrastructures de transport représente annuellement plus de 40 milliards de dollars canadiens⁴².

Comme indiqué ci-avant, les conditions climatiques hivernales extrêmes nécessitent en outre des travaux de réhabilitation annuels du réseau et des équipements routiers (§ 3.1.1.3).

3.2. Positionnement de Colas

3.2.1. Facteurs historiques de croissance et de développement

Depuis sa création, le Groupe s'est principalement développé par croissance externe, notamment en Amérique du Nord ; il a acquis au Canada et en France des sociétés avec lesquelles il entretenait de longue date des relations de partenariat.

Facteurs historiques de croissance et de développement de Colas



Source : Société

⁴² Source : Mordor Intelligence, « Secteur des infrastructures au Canada – Analyse de la taille et des parts – Tendances et prévisions de croissance (2023-2028) » (extrait).

Le Groupe, présent dans une cinquantaine de pays et fort d'un effectif total d'environ 58.000 collaborateurs à fin 2022⁴³, est désormais durablement implanté sur des marchés porteurs, et valorise son expertise en entretenant avec les nombreux donneurs d'ordre⁴⁴ des relations de proximité qui assurent la récurrence et la résilience de son carnet de commandes et de ses activités, dont témoigne le volume annuel, de l'ordre de 60.000 chantiers, au travers d'un maillage étendu d'agences et de filiales⁴⁵, ainsi que d'un large réseau d'unités d'exploitation de travaux et d'unités de production et de recyclage de matériaux⁴⁶.

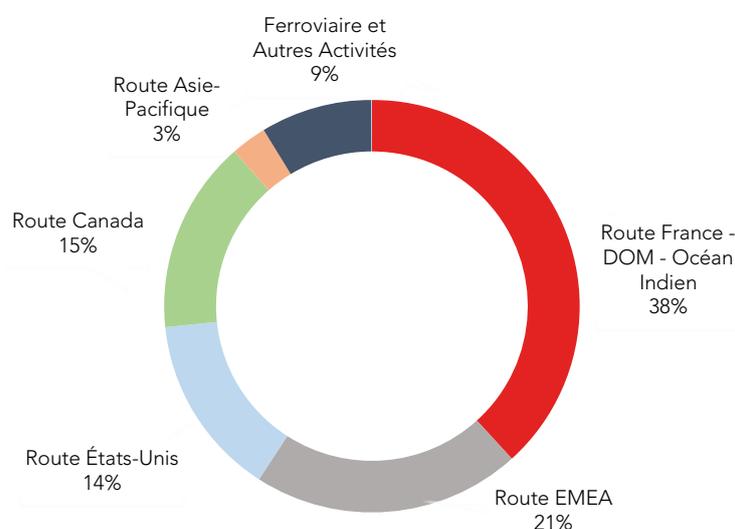
Le nombre important de chantiers, de petite ou moyenne taille, et en règle générale de courte durée, caractérise les activités spécifiques de construction et maintenance routière de Colas, en comparaison des grands chantiers de BTP⁴⁷. Au sein du groupe Bouygues, le métier de Colas s'avère ainsi nettement différent de celui de Bouygues Construction, les activités et chantiers de ces deux sociétés étant cloisonnés pour l'essentiel.

3.2.2. Profil des activités et organisation opérationnelle du Groupe

Le Groupe exerce schématiquement trois activités dans le domaine de la construction et de l'entretien des infrastructures de transport : la Route incluant les matériaux de construction, le Ferroviaire (« **Colas Rail** »), et les autres activités avec le transport d'eau et d'énergie (les « **Autres Activités** »).

L'activité Route se subdivise en plusieurs secteurs opérationnels, le Ferroviaire et les Autres Activités n'en représentant qu'un seul.

Répartition du chiffre d'affaires par secteur opérationnel



Source : Société

⁴³ L'effectif du Groupe à la clôture de l'exercice est concentré sur la France (métropole et DOM) : 51%, l'Europe : 20%, et l'Amérique du Nord : 15% ; il évolue toutefois en cours d'année, compte tenu de la saisonnalité, qui conduit à une hausse du nombre de collaborateurs en dehors de la période hivernale, notamment en Amérique du Nord.

⁴⁴ La clientèle du Groupe est atomisée, aucun client ne représentant plus de 10% du chiffre d'affaires.

⁴⁵ Le périmètre de consolidation rassemble environ 500 entités ; s'y ajoutent 110 co-entreprises et 75 sociétés mises en équivalence.

⁴⁶ Au nombre respectivement de 900 unités d'exploitation de travaux, et de 3.000 unités de production et de recyclage de matériaux, ainsi que 70 terminaux de bitume.

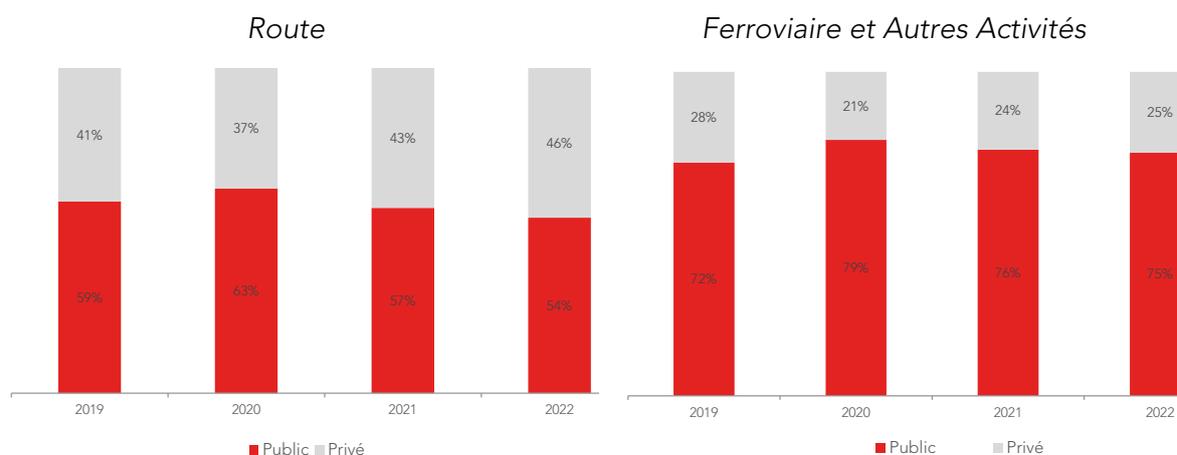
⁴⁷ Chantiers de construction tels qu'opérés, par exemple, par Bouygues Construction, Eiffage ou Vinci ; les activités d'infrastructures routières d'Eurovia (Vinci) et d'Eiffage Infrastructures (Eiffage) présentent cependant des caractéristiques proches de celles des secteurs opérationnels « Route » de Colas.

Les secteurs opérationnels Route, cœur de métier historique du Groupe, sont gérés au sein de directions générales géographiques ; ils constituent, avec Colas Rail et les Autres Activités, les unités génératrices de trésorerie (« UGT »)⁴⁸ dans l'information sectorielle consolidée.

Les activités de Colas Projects (pilotage de projets complexes) et Keystone (production et revalorisation des matériaux) ainsi que la commercialisation de bitume (matériau indispensable à la construction d'infrastructures de transport) sont transverses aux secteurs opérationnels du Groupe.

Bien que comparativement plus élevée dans le Ferroviaire et les Autres Activités que dans la Route, la part des investissements publics est toutefois prépondérante de part et d'autre : plus de 50% pour la Route (§ 3.1) et plus de 70% pour le Ferroviaire et les Autres Activités.

Évolution du chiffre d'affaires par nature de marché



Source : Société

3.2.2.1. Route (91% du chiffre d'affaires du Groupe)⁴⁹

L'activité « **Route** » (la « **Route** »), qui comprend la construction, le génie civil et l'entretien d'infrastructures routières, les matériaux ainsi que la sécurité et la signalisation routières, se caractérise notamment par la diversité des métiers et savoir-faire qu'elle mobilise, ainsi que le nombre⁵⁰ et l'étendue des chantiers mis en œuvre.

(i) Profil des activités Route

Colas participe à la construction et à l'entretien de nombreux types d'infrastructures de transport rattachées à la Route :

- > des routes et des autoroutes ;
- > des pistes et des aires de stationnement d'aéroport ;
- > des plateformes portuaires, industrielles, logistiques ou commerciales ;
- > des voiries et des aménagements urbains (zones piétonnières, pistes cyclables) ;

⁴⁸ Hors Siège.

⁴⁹ En 2022, le chiffre d'affaires Route s'élève à 14.175 M€, sur un total de chiffre d'affaires de 15.529 M€ (§ 3.3.1.1).

⁵⁰ Environ 55.000 chantiers par an.

- des voies de transport en commun en site propre (plateformes de tramways, de métros, voies de bus à haut niveau de service) ;
- des aménagements de loisirs (voies vertes, circuits automobiles, équipements sportifs) ;
- des aménagements environnementaux (bassins de rétention, aménagements paysagers, parcs éoliens, génie écologique) ;
- des infrastructures au service des énergies renouvelables (plateformes de méthanisation, plateformes de parc éoliens et de centrales photovoltaïques).

Le Groupe réalise également la fabrication, la pose et la maintenance d'équipements de sécurité, de signalisation et de gestion de trafic pour ces infrastructures (activité de la filiale [Aximum](#), dotée d'une dizaine d'usines), et exerce des activités de petit génie civil et d'assainissement, de génie civil complexe en matière d'ouvrages d'art (dans le cadre d'appels d'offres routiers ou autoroutiers), ainsi que de bâtiment (dans certaines zones géographiques⁵¹).

La réalisation de ces travaux d'infrastructures est particulièrement exposée aux conditions climatiques, notamment hivernales expliquant, à l'échelle du Groupe, l'effet de saisonnalité marquant sur les comptes consolidés semestriels, qui se soldent par un résultat opérationnel négatif et un creux de trésorerie, finalement résorbés à la clôture de l'exercice en année pleine (§ 3.3).

Les grands projets routiers⁵² peuvent s'inscrire dans des montages complexes (concession, partenariat public-privé (PPP), Private Finance Initiative (PFI), Asset Support Contract (ASC)), avec la création de sociétés concessionnaires d'infrastructures autoroutières, aéroportuaires, de voiries urbaines ou de transport en commun urbains, et requérir l'expertise de [Colas Projects](#), entité du Groupe spécialisée dans le pilotage des projets complexes (§ 3.2.2).

L'activité Route englobe l'activité transverse de production, recyclage et vente de [matériaux](#)⁵³, qui s'appuie sur un réseau international dense de sites de production, stockage et recyclage de matériaux de construction (granulats, béton prêt à l'emploi, émulsions et liants, enrobés, valorisation-recyclage et enfouissement de matériaux), auquel s'ajoute la distribution de bitume :

- le réseau mondial de sites de production comprend 477 carrières et gravières exploitées, dont au moins 70% des volumes de granulats qui en sont extraits sont vendus à des tiers, 166 centrales de béton prêts à l'emploi, 147 usines d'émulsions et de liants modifiés (bitume), 507 centrales d'enrobage ainsi que plusieurs centaines d'installations de recyclage de déchets et d'enrobés (permettant d'économiser le bitume) ;

⁵¹ Île de France, îles de l'Océan Indien et du Pacifique.

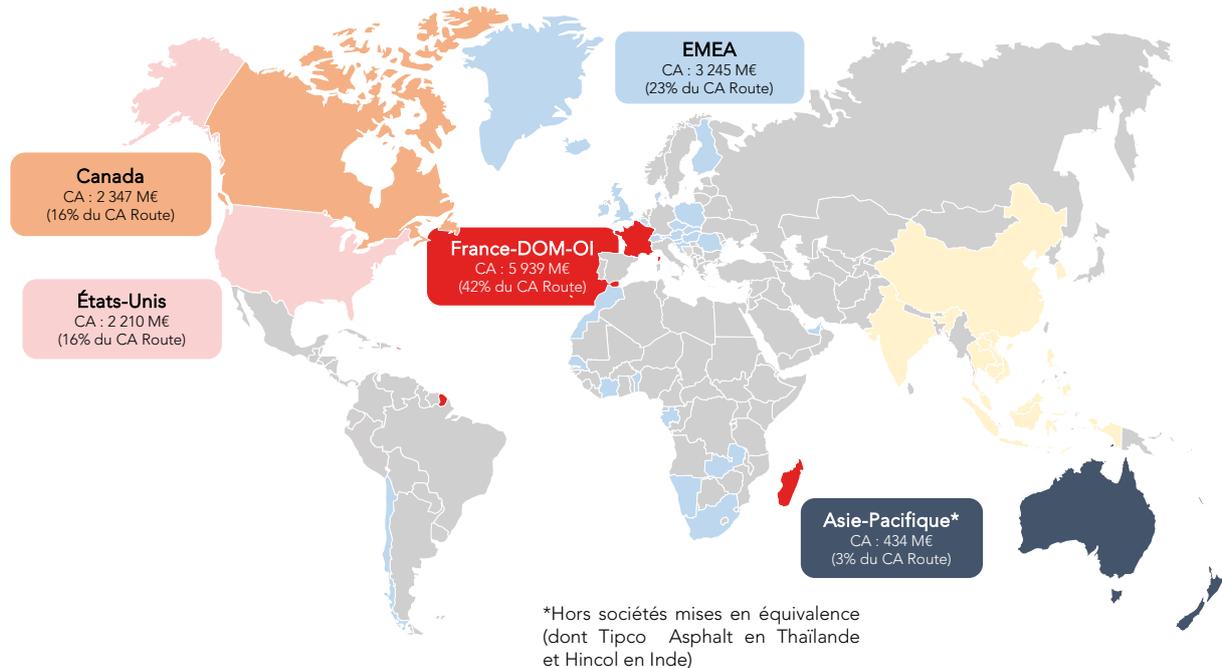
⁵² Certains grands projets relevant de l'activité « Route » peuvent être réalisés en groupement avec les filiales ferroviaires (tramways) de Colas Rail (§ 3.2.2.2).

⁵³ À titre indicatif, les volumes de production et de recyclage de matériaux de construction rendent compte de l'ampleur de l'activité industrielle du Groupe (données 2022) : granulats : 98 millions de tonnes ; béton prêt à l'emploi : 2,7 millions de m³ ; émulsions et liants : 1,3 millions de tonnes ; enrobés : 35,2 millions de tonnes.

- la distribution de bitume s'opère par un réseau de terminaux de stockage, le transport étant assuré par des navires bitumiers, barges fluviales et wagons⁵⁴ ; cette activité est exercée en Asie, au travers de la société thaïlandaise Tipco Asphalt⁵⁵ (dont Colas détient 31,1% du capital), en Australie, en Amérique du Nord, et depuis la création en 2020 de la société Continental Bitumen Ltd, en France et dans la zone EMEA.

(ii) Organisation opérationnelle

Considérée dans son ensemble, l'activité Route se répartit géographiquement sur cinq zones⁵⁶ :



Source : Société

L'organisation opérationnelle de l'Activité Route se présente comme suit :

- Route France DOM-Océan Indien qui regroupe les activités routières et de sécurité signalisation situées en France métropolitaine, dans les Départements Régions d'Outre-Mer (Martinique, Guadeloupe, Guyane) et en Océan Indien (Madagascar, île Maurice, la Réunion et Mayotte) :
 - compte tenu de la localisation du siège de Colas dans l'hexagone, l'activité Route du Groupe s'est développée historiquement depuis la France métropolitaine, qui a notamment servi de terrain aux chantiers expérimentaux et de fer de lance à la recherche et développement des solutions techniques avant leur déploiement à plus grande échelle ;

⁵⁴ À fin 2022, l'ensemble du réseau logistique comprend 71 terminaux de bitume, 8 navires bitumiers, 2 barges fluviales et 200 wagons ; Continental Bitumen a acquis en 2023 deux nouveaux navires bitumiers d'une capacité unitaire de 20.000 tonnes.

⁵⁵ Tipco Asphalt dispose en Malaisie d'une usine de production de bitume opérée par KBC (Kemaman Bitumen Company).

⁵⁶ Le chiffre d'affaires de la zone Asie-Pacifique correspond approximativement à celui de l'Océanie, dans la mesure où, comme mentionné sur le planisphère, les sociétés Tipco Asphalt en Thaïlande et Hincol en Inde, qui assurent une part importante de la présence du Groupe en Asie, sont des entités mises en équivalence, sur lesquelles Colas ne détient ni le contrôle capitalistique, ni le contrôle managérial (§ 3.3.1.1 et § 3.3.1.7).

- pour autant, le développement à l'international des activités du Groupe a vocation à prendre le relais du marché hexagonal, parvenu depuis plusieurs années à maturité au regard de la densité de l'infrastructure routière⁵⁷, et investi par des concurrents de taille importante (§ 3.2.3.1 i) ;
 - le modèle économique de Colas, qui s'appuie en France sur un réseau d'environ 350 agences, repose, d'une part, sur la proximité géographique avec les donneurs d'ordre, en particulier les mairies⁵⁸ et collectivités locales, et le maintien des parts de marché acquises ; pour mémoire, Colas exploite en France métropolitaine près de 40% des carrières opérées au sein du Groupe, lui conférant une relative autonomie en termes de ressources de matériaux ;
 - la palette des activités dans les DOM et en Océan Indien, plus large qu'en métropole, mobilise l'ensemble des métiers rattachés à l'activité Route (route, terrassement, réseaux d'eau potable, travaux acrobatiques, génie civil, exploitation de carrières, centrales à béton, usines de préfabrication,...) ; ce modèle généraliste permet notamment de lisser les niveaux de charge.
- Route EMEA⁵⁹, dont la diversité de profils est liée à l'étendue géographique, comprenant :
- l'Europe⁶⁰ : Royaume-Uni, Irlande, Europe du Nord (Finlande, Danemark, Islande), Europe de l'Ouest (Autriche, Belgique, Suisse) et Europe Centrale (Croatie, Hongrie, Pologne, République Tchèque, Roumanie, Slovaquie, Slovénie) ;
 - le Moyen Orient : Émirats Arabes Unis et Qatar ;
 - l'Afrique : Maroc, Sénégal, Côte d'Ivoire, Bénin, Gabon, Namibie et Afrique du Sud ;
 - l'Amérique Latine : Chili⁶¹.
- Route États-Unis :
- présent depuis plusieurs décennies aux États-Unis, le Groupe exerce désormais ses activités dans seize États et intervient sur des chantiers de maintenance et de construction, de petite ou moyenne taille et de courte durée ;
 - la structure fédérale des États-Unis se répercute opérationnellement dans plusieurs domaines ; à titre d'exemple, la législation, ainsi que les dispositions réglementaires et procédurales sont spécifiques à chaque État ;
 - en raison de son étendue géographique, les contraintes climatiques auxquelles sont soumises les activités peuvent varier assez nettement d'un État à l'autre.
- Route Canada :
- depuis la première implantation au Canada en 1964, le Groupe a étendu ses activités, en partant de l'ouest canadien, à l'ensemble du territoire au travers d'un maillage de petites entreprises acquises au fil du temps, et s'est reconfiguré en 2018 avec l'acquisition de la société [Miller McAsphalt](#), spécialisée dans les travaux

⁵⁷ Les grands projets étant pour la plupart déjà réalisés, l'entretien des routes constitue l'essentiel des activités en métropole.

⁵⁸ Les activités du Groupe sont rythmées par les élections municipales avec, à l'issue du processus d'appel d'offres, l'objectif de réalisation, à mi-mandat, des projets inaugurés en fin de mandature.

⁵⁹ Europe, Moyen-Orient et Afrique.

⁶⁰ Hors France.

⁶¹ Les activités du Chili ont été rattachées à la zone EMEA en 2022 ; le Groupe n'est plus présent au Pérou.

routiers (Ontario) et la distribution de bitume⁶². Colas est devenu un acteur de référence à l'échelle nationale, tout en cultivant la proximité avec ses donneurs d'ordre locaux et en limitant, dans une certaine mesure, sa participation aux grands travaux ;

- les chantiers, pour une large part constitués d'un ensemble de projets de petite et moyenne taille, à l'extérieur des grands centres, sont financés par des donneurs d'ordre en majorité publics (provinces, municipalités,...). Ils englobent d'importants travaux de déneigement, de maintenance et de réhabilitation occasionnés par la rigueur des hivers, ainsi que la construction des infrastructures routières associées au développement de l'habitat individuel ;
 - pour mémoire, Colas exploite au Canada environ un tiers des carrières opérées au sein du Groupe lui conférant, comme à la France métropolitaine, une relative autonomie en termes de ressources de matériaux.
- Route Asie-Pacifique, qui comprend, d'une part, la zone Asie où le Groupe est présent dans le commerce du bitume via son partenaire Tipco Asphalt (Corée, Inde, Thaïlande⁶³) et, d'autre part, l'Océanie (Australie, Nouvelle Calédonie et Nouvelle Zélande).

3.2.2.2. *Ferroviaire et Autres Activités (9% du chiffre d'affaires du Groupe⁶⁴)*

(i) *Ferroviaire*

L'activité d'infrastructures ferroviaires (le « **Ferroviaire** »), exercée par [Colas Rail](#) et ses filiales, comprend :

- la conception et l'ingénierie des grands projets ferroviaires complexes ;
- la construction, le renouvellement, l'entretien et la maintenance des réseaux ferroviaires (lignes à grande vitesse LGV, lignes traditionnelles, tramways, métros), avec notamment la pose, l'entretien et la maintenance des voies, l'électrification (systèmes caténaires, sous-stations électriques), la signalisation/télécommunication et les systèmes de sécurité, la ventilation et la détection/protection des incendies, ainsi que la réalisation de travaux spécifiques (ponts roulants, embranchements spéciaux, réfection de tunnels ferroviaires).

Le pôle ferroviaire s'est étoffé, jusqu'à sa configuration actuelle, par l'acquisition de plusieurs sociétés depuis les années [2000](#), dont le rachat de l'ensemble des activités ferroviaires de Desquenne et Giral et la création de Seco-Rail en 2000, le rachat de Amec Spie Rail en 2007, la création de Colas Rail en 2008 et le rachat d'Alpiq Engineering Services (caténaires) en 2018.

Colas Rail, dont les activités sont, comparativement à d'autres, moins émettrices de gaz à effet de serre, répond à l'objectif de réduction de l'empreinte carbone à l'échelle du Groupe (§ 3.2.4 et § 3.2.5), et peut par ailleurs être amené à réaliser des chantiers en relation avec les activités routières :

⁶² Le bitume est commercialisé auprès des compétiteurs, les ventes internes au Groupe représentant moins d'un tiers de l'offre.

⁶³ Sociétés mises en équivalence (§ 3.3.2.7).

⁶⁴ En 2022, le chiffre d'affaires Ferroviaire et Autres Activités s'élève à 1.346 M€, sur un total de chiffre d'affaires de 15.529 M€ (§ 3.3.1.1).

- bien que le cas de figure soit peu fréquent, certains grands projets, en France par exemple, peuvent en effet être réalisés en groupement avec les filiales routières (§ 3.2.2.1) ;
- de même le Canada représente, au sein du Groupe, un cas de collaboration entre Colas Rail et Route Canada sur le chantier du tramway d'Edmonton⁶⁵ ;
- les interactions sont en revanche beaucoup plus rares avec les autres sociétés du groupe Bouygues, les activités de génie civil dans le cadre des grands contrats en France et à l'international, assurées par ces dernières, étant minoritaires et nettement distinctes de l'intégration de systèmes relevant des compétences de Colas Rail.

Les chantiers ferroviaires, qui se répartissent à parité entre ceux de courte durée (à moins d'un an) constituant le fonds de commerce de Colas Rail, et les grands projets à moyen et long terme (de 2 à 6-7 ans) s'étendent sur une vingtaine de pays, notamment :

- dans la zone Europe, en France et au Royaume-Uni⁶⁶, en Allemagne (depuis l'acquisition en 2022 du groupe [Hasselmann](#)), ainsi qu'en Italie, en Suisse, en Pologne, en République Tchèque⁶⁷ ; et
- hors zone Europe, au Canada, au Chili, à Panama, au Maroc, en Égypte, aux Philippines et à Singapour.

Le marché français, soumis à une forte concurrence en régions⁶⁸ et à des contraintes budgétaires, offre cependant des opportunités, parmi lesquelles les travaux réalisés pour la Société du Grand Paris et la RATP ; les opportunités sont en revanche limitées sur les lignes autres que celles les plus fréquentées (TGV et grandes lignes).

Comparativement, le marché allemand apparaît plus ouvert et attractif au vu des budgets consacrés aux infrastructures⁶⁹, et justifie l'acquisition d'Hasselmann, qui vise à pénétrer plus avant ce marché, à l'appui du relais de croissance procuré par cette acquisition, dont le déploiement est programmé sur plusieurs années.

Le marché anglais se subdivise en trois catégories : infrastructures et services associés (contrats pluriannuels dans le cadre d'alliances) et urbain (monocontrat⁷⁰) ; cette combinaison d'activités dégage un niveau de rentabilité globale appréciable, mais est toutefois exposée à un risque de décroissance à terme liée aux échéances contractuelles. Le gouvernement britannique est par ailleurs revenu récemment⁷¹ sur ses ambitions en matière de décarbonation et d'électrification de certaines lignes.

⁶⁵ Ligne de métro léger (LRT) Valley Line West.

⁶⁶ La France et le Royaume-Uni représentent respectivement environ 30% et 35% de l'activité ferroviaire du Groupe ; l'activité outre-Manche est régie notamment par des accords-cadres pluriannuels.

⁶⁷ À titre indicatif, les pays européens précités dans lesquels le Groupe opère son activité ferroviaire représentent, à l'échelle de l'ensemble de l'Europe, environ 65% du marché des infrastructures en 2022 (46,8 Md€ sur un total de 71,3 Md€), et à terme (à l'horizon 2025) environ 68% de ce même marché (56,0 Md€ sur un total de 81,4 Md€). Source : Euroconstruct, « *95th Euroconstruct, Summary report* », Summer 2023, données de juin 2023, p. 134.

⁶⁸ Activités ballast et caténaires.

⁶⁹ Les budgets d'infrastructures ferroviaire outre-Rhin sont garantis par le plan fédéral d'infrastructures de transport 2030, et soutenus par des conventions de performance et de financement conclus entre le Bund et la Deutsche Bahn jusqu'en 2029. Source : Réunion d'information du [23 février 2023](#), p. 35.

⁷⁰ Tramway de Birmingham.

⁷¹ Annonces en date du [21 septembre 2023](#).

Si les autres activités ferroviaires européennes affichent des performances contrastées, le « grand export » à l'international recèle des perspectives de rentabilité à l'horizon des prochaines années, notamment en Asie (plus particulièrement en Indonésie et aux Philippines éligibles à des financements japonais⁷²), au Maroc (tramway à Casablanca), ou en Égypte (métro d'Aboukir).

(ii) *Autres Activités*

L'activité de transport d'eau et d'énergie (les « **Autres Activités** »), exercée par la société Spac⁷³, expert en construction et en maintenance de réseaux d'eau et d'énergie, consiste en la construction et la maintenance :

- de réseaux de transport haute-pression (pipelines, stations de compression de gaz, équipements de pipeline, génie civil associé, perçage en charge,...) ;
- de réseaux de gaz et d'électricité ;
- de réseaux de transport d'eau potable depuis les sources d'approvisionnement (captage, aqueduc) jusqu'aux lieux de distribution ;
- de réseaux d'assainissement pour les collectivités locales ou territoriales.

Elle inclut également la construction de stations de compression de gaz (clés en main), des travaux de petit génie civil et des services industriels.

Bien qu'exercée principalement en France, l'activité de Spac s'étend à l'international via les filiales locales du Groupe.

3.2.3. Environnement concurrentiel⁷⁴

3.2.3.1. *Route*

D'une manière générale, le Groupe se trouve en compétition avec des entreprises nationales ou des filiales de grands groupes internationaux (BTP, cimentiers, producteurs de matériaux).

(i) *France métropolitaine*

Colas occupe, dans l'activité de construction routière, une position de leader devant Eurovia (groupe Vinci) et Eiffage Travaux Publics (groupe Eiffage), et est également en concurrence avec de grandes entreprises nationales (NGE, Fayat TP), régionales (Roger Martin, Charier, Pigeon), et un réseau très dense de petites ou moyennes entreprises régionales ou locales.

Les compétiteurs sur le marché des granulats et du béton prêt à l'emploi sont des groupes cimentiers (LafargeHolcim, Cemex, Equiom, HeidelbergCement, Vicat), ainsi que des producteurs de granulats régionaux ou locaux, dont certains exercent également une activité de travaux publics.

Sur le marché de la sécurité et de la signalisation routières, les principaux concurrents d'Aximum sont les sociétés Signature (Eurovia), Agilis (NGE), AER (Eiffage), et les sociétés Girod et Lacroix pour les panneaux de signalisation.

⁷² Dans le cadre de la Japan International Cooperation Agency (JICA).

⁷³ Société Parisienne de Canalisation.

⁷⁴ RA 2022, p. 7.

(ii) Europe

Dans la plupart des pays d'Europe où il est implanté, le Groupe occupe une position de leader, face à des entreprises nationales ou des filiales de grands groupes internationaux (BTP, cimentiers, producteurs de matériaux).

(iii) États-Unis

Alors qu'il couvre l'ensemble du territoire canadien où il est implanté historiquement, le Groupe n'est présent aux États-Unis que dans seize États (§ 3.2.2.1.ii). La concurrence intense en Amérique du Nord est le fait d'acteurs locaux, régionaux ou nationaux (Granite Construction pour la construction et la rénovation des infrastructures de transport, Martin Marietta et Vulcan Materials pour les matériaux), ou de filiales d'entreprises multinationales (CRH, LafargeHolcim, Hanson-Heidelberg pour les matériaux).

(iv) Canada

À la différence des États-Unis, l'activité Route, qui occupe au Canada une position désormais dominante depuis l'acquisition en 2018 du groupe [Miller McAsphalt](#) parachevant une politique active de croissance externe et de maillage régional, fruit du rachat depuis plusieurs décennies d'acteurs locaux (§ 3.2.2.1.ii), couvre l'ensemble du territoire canadien au travers de nombreuses filiales⁷⁵.

3.2.3.2. Ferroviaire

Les principaux concurrents de Colas Rail sont :

- en France, les sociétés ETF (Eurovia), TSO (NGE), TGS (Alstom), Eiffage Rail, ainsi que de nombreuses entreprises moyennes indépendantes ; et
- au Royaume-Uni, les sociétés Balfour Beatty, Babcock, Volker Rail, BAM ou encore Ferrovial.

3.2.3.3. Construction et maintenance de réseaux d'eau et d'énergie

Spac est concurrencé par des grandes entreprises nationales ou internationales (Spiecapag, Bonati, Ponticelli, Endel, Eiffage Métal, Denys et Nordon), et un réseau dense de petites ou moyennes entreprises.

3.2.4. Responsabilité sociétale et environnementale⁷⁶

En tant qu'entreprise leader sur le marché de la construction routière et ferroviaire, le Groupe attache une importance particulière à sa responsabilité environnementale et sociétale, dans l'élaboration et le développement de bonnes pratiques, répliquables par d'autres acteurs de ce secteur. Ses engagements RSE sont portés par le projet d'entreprise « [Act](#) » (*Act and Commit Together*) qui se décline en [8 engagements](#) à l'égard des parties prenantes à l'horizon 2030 :

- un engagement sur l'intégration de la RSE dans l'activité, et notamment la manière de proposer aux clients et usagers des solutions répondant aux enjeux du développement durable des territoires ;

⁷⁵ Canadian Road Builders, Miller, NPA, SG, Sintra, Terrus,...

⁷⁶ [RA 2022](#), p. 8-56.

- trois engagements directement reliés aux activités de Colas, portant sur la stratégie bas carbone et biodiversité, l'économie circulaire, la réduction des impacts et le renforcement de l'acceptabilité des activités ;
- deux engagements vis-à-vis des collaborateurs : attirer, développer et fidéliser les talents par l'excellence managériale, et consolider une culture santé-sécurité ;
- un engagement sur les achats responsables, au travers d'une *supply chain* responsable ancrée sur une performance durable ; et
- un engagement sur la consolidation d'une culture exemplaire de l'éthique et de la conformité.

Le volet environnemental des actions RSE du Groupe est à relier à sa stratégie climat⁷⁷ à l'horizon 2030⁷⁸ et aux problématiques auxquelles il se trouve confronté dans ses activités ; il comporte 29 engagements, autour de 6 axes principaux, dénotant une démarche résolue de décarbonation des activités (§ 3.2.5) :

- intégrer les enjeux du changement climatique dans la stratégie Groupe ;
- mettre en place des actions pour réduire l'intensité carbone des émissions directes ;
- développer et promouvoir les techniques et solutions bas carbone ;
- optimiser la comptabilité carbone des activités ;
- contribuer à la neutralité carbone et réduire l'impact des usagers ;
- intégrer dans les activités les enjeux liés à l'effondrement de la biodiversité.

Les actions sociales, environnementales et sociétales du Groupe font l'objet d'un suivi pluriannuel par un croisement entre les engagements « Act » précités⁷⁹ et des indicateurs de performance issus d'un reporting dont les contours se recoupent avec le périmètre de consolidation ; certains d'entre eux donnent lieu à des diligences approfondies de la part d'un organisme tiers indépendant lui permettant d'exprimer une assurance raisonnable sur des informations sélectionnées, tant qualitatives que quantitatives (incluant les indicateurs clés de performance concernés).

Dans la mesure où Bouygues contrôle Colas au sens de l'article 233-3 du Code de commerce, la Société est exemptée d'établir une Déclaration de Performance extra-financière, cette obligation incombant à Bouygues⁸⁰.

⁷⁷ [RA 2022](#), p. 5-6.

⁷⁸ Cet horizon, borné par la décennie en cours, correspond notamment à celui de l'Accord de Paris sur le climat, adopté en 2015, en vue de la réduction, d'ici à 2030, de 30% des émissions directes de gaz à effet de serre (scope 1 : émissions directes ; scope 2 : émissions indirectes liées à la consommation d'énergie pour l'activité ; scope 3a : autres émissions indirectes en amont) par rapport à 2019 (année de référence) ; ces objectifs ont été validés par l'*Initiative Science Based Targets (SBTi)*.

⁷⁹ Hors engagements relatifs aux achats responsables/à la chaîne d'approvisionnement, d'une part, et à l'éthique et la conformité, d'autre part.

⁸⁰ DEU Bouygues [2022](#), p. 127-214.

3.2.5. Stratégie de développement⁸¹

À l'appui de ses objectifs RSE, et affichant l'ambition de « *devenir le leader mondial des solutions de mobilité innovantes et responsable*⁸² », le Groupe oriente son développement sur 4 axes principaux :

- la valorisation des activités industrielles, notamment les carrières et le bitume, de façon responsable sur le plan environnemental, social et sociétal ;
- le développement et la mise en œuvre de solutions bas carbone dans les modes de production et les offres à destination des clients et usagers ;
- la poursuite du développement à l'international, principalement par croissance externe et dans des pays à faible risque (Allemagne, États-Unis, Europe du Nord) ;
- l'accélération de la transformation digitale dans les processus, les industries et les nouvelles activités.

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 IFRS⁸³, et dont la date de clôture annuelle est le 31 décembre.

Les performances du Groupe de 2018 à 2022 et au titre du premier semestre 2023, 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, étant précisé que l'organisation opérationnelle a été modifiée au 1^{er} janvier 2020 afin de développer la transversalité et les synergies au sein du Groupe.

3.3.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Compte de résultat simplifié						
M€	2018	2019	2020	2021	2022	S1 2023
Chiffre d'affaires	13 190	13 688	12 297	13 226	15 529	6 788
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,8%</i>	<i>(10,2%)</i>	<i>7,6%</i>	<i>17,4%</i>	<i>4,2%</i>
Achats consommés	(6 260)	(6 376)	(5 553)	(6 310)	(8 068)	(3 348)
Charges de personnel	(3 525)	(3 580)	(3 416)	(3 543)	(3 987)	(2 014)
Charges externes	(2 772)	(2 930)	(2 608)	(2 737)	(2 896)	(1 415)
Impôts et taxes	(167)	(161)	(156)	(146)	(157)	(88)
Dotations nettes aux amortissements et dépréciations	(629)	(703)	(776)	(678)	(661)	(240)
Autres produits et charges d'exploitation	519	494	465	609	676	191
Variations des stocks de production	17	1	1	19	24	(5)
Résultat opérationnel courant (ROC)	373	433	254	440	460	(131)
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,0%</i>	<i>(1,9%)</i>
Autres produits et charges opérationnels	(31)	(28)	(69)	(10)	-	(8)
Résultat opérationnel	342	405	185	430	460	(139)
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>2,6%</i>	<i>3,0%</i>	<i>1,5%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,0%</i>	<i>(2,0%)</i>
Résultat financier	(46)	(46)	(43)	(41)	(67)	(45)
Impôt	(96)	(141)	(86)	(148)	(142)	14
QP du résultat net des coentreprises et entreprises associées	28	43	38	22	49	33
Résultat net	228	261	94	263	300	(137)
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,9%</i>	<i>0,8%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,9%</i>	<i>(2,0%)</i>

Source : Société

⁸¹ RA 2022, p. 6.

⁸² RFS 2023, p. 3.

⁸³ International Financial Reporting Standards.

3.3.1.1. Évolution du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de la Société, qui s'est redressé après une nette inflexion sur l'exercice 2020 du fait de la crise sanitaire, enregistre entre 2018 et 2022 une croissance moyenne annualisée (« CAGR ») de 4,2 %.

Évolution du chiffre d'affaires par secteur opérationnel

En M€	2018*	2019	2020	2021	2022	CAGR 2019-22	CAGR 2018-22
Route France/DOM-OI		6 077	5 187	5 688	5 939	(0,8%)	
Route EMEA		2 219	2 104	2 267	3 245	13,5%	
Route États-Unis		1 780	1 700	1 687	2 210	7,5%	
Route Canada		1 775	1 731	1 937	2 347	9,8%	
Route Asie/Pacifique		402	351	339	434	2,6%	
Total Route	11 495	12 253	11 073	11 918	14 175	5,0%	5,4%
% Chiffre d'affaires Groupe	87,1%	89,5%	90,0%	90,1%	91,3%		
Ferroviaire et Autres activités**	1 671	1 410	1 209	1 302	1 346	(1,5%)	(5,3%)
Holding	24	25	15	6	8	(31,6%)	(24,0%)
Chiffre d'affaires Groupe	13 190	13 688	12 297	13 226	15 529	4,3%	4,2%

* La nouvelle segmentation géographique du Groupe ne permet pas de comparer les données 2018.

** La baisse du chiffre d'affaires en 2019 est liée à la cession de la société Smac, en mai 2019, dont la contribution annuelle au chiffre d'affaires consolidé était de l'ordre de 600 M€.

L'évolution pluriannuelle du chiffre d'affaires met en évidence :

- la part prépondérante et croissante des secteurs opérationnels Route (91,3% du chiffre d'affaires Groupe) dont la progression est contrastée entre, d'une part, la zone mature France/DOM-OI (-0,8%) et, d'autre part :
 - la zone EMEA qui bénéficie en 2022 de la contribution de Destia, société finlandaise dont l'acquisition a été finalisée fin [2021](#) (§ 3.2.1) ; et
 - l'Amérique du Nord, qui profite notamment de la bonne performance des activités travaux au Canada ; par référence aux informations que nous avons recueillies auprès de la Direction, le plan fédéral américain de financement des infrastructures n'aurait pas d'impact majeur sur les activités du Groupe aux États-Unis (§ 3.1.1.3 et 3.1.2.3) ;
- la contribution du secteur opérationnel Route Asie/Pacifique, portée principalement par le bon niveau d'activité en Australie, reste marginale à l'échelle du Groupe, nonobstant le potentiel que recèlent ces marchés à l'échelle mondiale (§ 3.1.1) ;
- les activités du secteur opérationnel Ferroviaire et Autres Activités sont soutenues par les grands projets menés par Colas Rail, notamment à l'international (§ 3.2.2.2.i) ;
- les activités du Groupe qui, en particulier en ce qui concerne la construction routière, se caractérisent par une forte saisonnalité, évoluent depuis plusieurs trimestres dans un contexte généralisé de hausse des prix des matières premières, notamment du bitume commercialisé par Miller McAsphalt au Canada (§ 3.2.2.1.ii) et d'une forte inflation en Europe ;
- de nos entretiens avec la Direction, nous comprenons également que beaucoup de projets sont rythmés par le calendrier électoral et, en France, plus particulièrement celui des élections municipales.

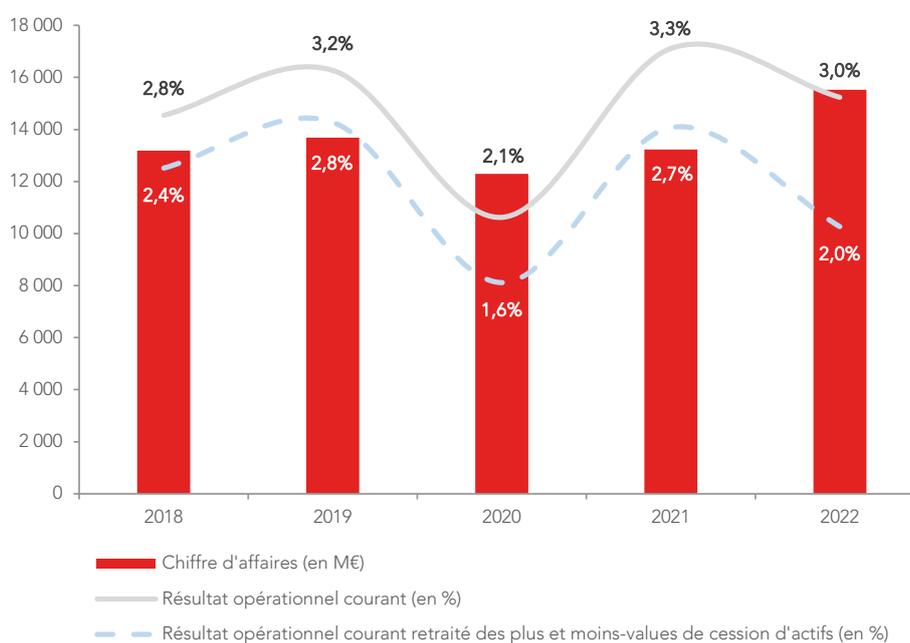
Analysée sur la dernière période semestrielle, la progression du chiffre d'affaires à 6.788 M€ au premier semestre 2023 versus 6.517 M€ au premier semestre 2022 (+4,2%) confirme ces tendances.

3.3.1.2. Évolution de la profitabilité opérationnelle

À l'exception de l'exercice 2020 marqué par les effets de la pandémie, la marge opérationnelle courante du Groupe est relativement stable, entre 2,0% et 2,8% avant cession d'actifs, et entre 2,8% et 3,3% après cession d'actifs, l'année 2022 ayant enregistré un volant de cession d'actifs comparativement supérieur à celui des années précédentes⁸⁴.

Les cessions d'actifs comprennent un flux annuel récurrent d'opérations en lien avec le renouvellement du parc de matériel, d'une part, et des opérations de désinvestissement plus ponctuelles telles que le programme important de cessions immobilières intervenu en 2022, d'autre part.

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



Source : Société

La cession en 2019 de la société [Smac](#) (activité étanchéité) rattachée à Colas Rail, dont la contribution annuelle au chiffre d'affaires était de l'ordre de 600 M€, n'a pas eu d'impact significatif sur le résultat opérationnel⁸⁵ ; elle a toutefois contribué sur cette même année à la progression du taux de rentabilité opérationnelle apprécié par rapport au chiffre d'affaires.

Les performances de l'exercice 2021 sont à considérer conjointement avec l'impact pénalisant de la pandémie en 2020, et peuvent s'analyser comme un effet de « rattrapage » illustrant la réactivité du Groupe dans la gestion de la crise sanitaire.

Depuis 2022, le Groupe bénéficie de la bonne performance des activités au Canada, ainsi que des effets des plans d'optimisation des activités industrielles et des plans d'action visant à compenser les impacts de l'inflation qui se solde en particulier par la hausse du prix des matières premières et des matériaux (clauses de révisions de prix, indexation du prix de l'énergie, limite de validité des offres proposées aux clients,...).

⁸⁴ Nous retenons de nos entretiens avec la Direction que le Groupe a notamment procédé à un ré-arbitrage des actifs fonciers pour les distancier des zones les plus onéreuses.

⁸⁵ [RA 2019](#), p. 102.

Comme évoqué ci-avant, la plupart des activités du Groupe se caractérisent par une forte saisonnalité en lien avec les facteurs météorologiques, qui se traduit chaque année par une perte opérationnelle au premier semestre (§ 3.3.1.1). Au 1^{er} semestre 2023, le résultat opérationnel courant se solde par une perte de 131 M€ (versus 160 M€ au 1^{er} semestre 2022) ; cette amélioration s'explique notamment par les effets bénéfiques des plans d'actions mis en œuvre par le Groupe en 2022 pour contrer l'inflation, rendus notamment possible par l'existence d'une multitude de projets de durée relativement courte, alors que les résultats du 1^{er} semestre 2022 ont été impactés par une hausse des coûts de production qui n'a pas pu être repercutée sur les commandes déjà contractualisées.

3.3.2. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe se résume comme suit :

Bilan simplifié		
M€	déc.-22	juin-23
Goodwill	940	939
Immobilisations incorporelles	219	214
Immobilisations corporelles	2 359	2 348
BFR	545	1 268
Impôts différés nets	(3)	12
Actif économique	4 060	4 781
Trésorerie et équivalents trésorerie	471	387
Concours bancaires courants et soldes créditeurs de banques	(548)	(1 161)
Emprunts et dettes financières	(221)	(580)
Instruments financiers nets	6	5
Endettement net comptable	(292)	(1 349)
Coentreprises et entités associées	397	396
Actifs financiers non courants	114	112
Provisions	(1 089)	(1 067)
Intérêts minoritaires	(20)	(19)
Autres actifs et passifs financiers courants	2	1
Ajustement de l'endettement net comptable	(596)	(577)
Droits d'utilisation	632	652
Dettes de loyers IFRS 16	(680)	(702)
Impact de la norme IFRS 16	(48)	(50)
Actifs détenus en vue de la vente	92	-
Passifs détenus en vue de la vente	(44)	-
Activités détenues en vue de la vente	48	-
Actif net - part du Groupe	3 172	2 805

Source : Société, analyses Ledouble

3.3.2.1. *Goodwill*

Les écarts d'acquisition (goodwill), d'un montant net de 939 M€ au 30 juin 2023 *versus* 940 M€ au 31 décembre 2022, sont soumis à des tests de dépréciation en cas de survenance d'indices de pertes de valeurs, et au moins annuellement ; ils concernent principalement les UGT Ferroviaire⁸⁶ et Route EMEA, à proportion d'environ 30% et 24%.

Aucune acquisition significative n'a été réalisée par le Groupe depuis le 1^{er} janvier 2023.

3.3.2.2. *Immobilisations incorporelles*

Les immobilisations incorporelles, d'un montant net de 214 M€ au 30 juin 2023 *versus* 219 M€ au 31 décembre 2022, comprennent principalement les droits d'exploitation de carrières⁸⁷ et dans une moindre mesure des brevets et logiciels, ainsi que d'autres immobilisations incorporelles constituées majoritairement des relations clients reconnues dans le cadre de l'allocation des prix d'acquisition.

Conformément aux normes IFRS, les frais de recherche sont pris en charge au moment où ils sont encourus ; les frais de développement (y compris les frais de développement de logiciels) sont, pour l'essentiel, pris en charge au titre de l'exercice car ils ont un caractère permanent et récurrent. Il n'y a pas de projets qui répondent aux conditions d'activation imposées par IAS 38 « Immobilisations incorporelles ».

3.3.2.3. *Immobilisations corporelles*

Les immobilisations corporelles, d'un montant net de 2.348 M€ au 30 juin 2023 *versus* 2.359 M€ au 31 décembre 2022, sont comptabilisées à leur coût de revient d'acquisition et amorties selon le mode linéaire sur leur durée de vie attendue en fonction de leur nature (20 à 40 ans pour les constructions hors exploitation, 10 à 20 ans pour les constructions industrielles, 5 à 20 ans pour les installations techniques, matériels et outillages et 3 à 10 ans pour les autres immobilisations corporelles).

Les terrains nus ou bâtis ne sont pas amortis, mais peuvent faire l'objet, si nécessaire, d'une dépréciation ; les terrains de gisement sont amortis selon le rythme d'épuisement des ressources géologiques, sans que la durée totale d'amortissement puisse excéder 40 ans.

3.3.2.4. *Besoin en fonds de roulement (BFR)*

Compte tenu de l'activité du Groupe, les créances clients et les dettes fournisseurs constituent la principale composante du BFR d'exploitation⁸⁸.

Le Groupe dispose généralement en fin d'année d'un BFR positif, tendant vers 3,5% du chiffre d'affaires, équivalent à environ 12 jours de chiffre d'affaires⁸⁹ à fin 2022.

⁸⁶ Colas a acquis Destia, leader des infrastructures routières et ferroviaires en Finlande (2021) et Hasselmann, groupe allemand spécialisé dans la construction de voies ferrées et d'infrastructures ferroviaires (2022).

⁸⁷ L'exploitation des carrières est soumise à autorisation, renouvelée le cas échéant ; la durée d'exploitation peut courir sur plusieurs décennies. La remise en état des carrières donne en outre lieu à des garanties financières et fait l'objet de provisions de remise en état, en fonction des engagements pris à l'origine (§ 3.3.2.9).

⁸⁸ Le Groupe présente un BFR lié à l'activité qui intègre les provisions courantes ; le BFR que nous présentons s'entend hors provisions courantes, que nous avons positionnées dans l'endettement financier net pour l'évaluation multicritère de l'Action (§ 4.1.6.1 et § 4.1.6.2).

⁸⁹ Base 360 jours.

Le BFR, représentatif du financement du cycle d'exploitation, affiche une hausse sensible à l'arrêté des comptes semestriels du fait de la saisonnalité de l'activité en lien avec les facteurs météorologiques (§ 3.1.1.3 et 3.2.2.1.i) ; le BFR représente ainsi environ un mois de chiffre d'affaires à fin juin 2023.

BFR		
M€	déc.-22	juin-23
Stocks	868	1 020
Clients et avances et acomptes versés sur commandes	2 799	3 192
Créances et dettes sociales et fiscales	(745)	(650)
Fournisseurs	(2 268)	(2 487)
Actifs et passifs sur contrats clients	(109)	193
BFR	545	1 268
% du chiffre d'affaires*	3,5%	8,0%

* Sur la base d'un chiffre d'affaires calculé sur 12 mois glissants.

3.3.2.5. Impôts différés

Les impôts différés s'élèvent à un montant net actif de 12 M€ au 30 juin 2023 versus un montant net passif de 3 M€ au 31 décembre 2022 :

- les impôts différés actif (IDA) sont pour l'essentiel considérés comme recouvrables à plus de deux ans ;
- les impôts différés passif (IDP) proviennent pour l'essentiel de décalages fiscaux temporaires (écarts d'évaluation, écart entre amortissements comptables et fiscaux).

Le Groupe dispose en outre au 31 décembre 2022 d'un stock d'IDA non activés du fait d'une récupération jugée peu probable à hauteur de 224 M€⁹⁰.

3.3.2.6. Endettement financier net

Les dettes financières au 30 juin 2023 correspondent à des emprunts bancaires (580 M€) et à des concours bancaires (1.161 M€), en forte progression par rapport au 31 décembre 2022 du fait des variations saisonnières de l'activité (respectivement 221 M€ et 548 M€ au 31 décembre 2022).

Le Groupe utilise des instruments financiers de couverture afin de limiter l'incidence des variations de taux d'intérêt, de change⁹¹ et de prix des matières premières sur l'activité ; le montant des instruments financiers nets actif ressort à 5 M€ au 30 juin 2023 versus 6 M€ au 31 décembre 2022.

Après prise en compte de la trésorerie et des équivalents de trésorerie (387 M€), l'endettement financier net comptable s'élève à 1.349 M€ au 30 juin 2023 versus 292 M€ au 31 décembre 2022.

⁹⁰ RA 2022, p. 112. Nous comprenons que les déficits fiscaux correspondants, répartis sur plusieurs pays, ont été générés par des sociétés peu rentables ; en tout état de cause, leur valorisation après actualisation au-delà de trois ans conduirait à une économie d'impôt peu significative au regard de la valeur de l'Action.

⁹¹ Compte tenu de ses implantations et de son organisation, le Groupe bénéficie toutefois d'une couverture de change naturelle pour la plupart de ses activités, les produits et charges étant générés localement dans les mêmes devises.

3.3.2.7. *Coentreprises et entités associées*

Les coentreprises sont issues d'un accord contractuel en vertu duquel deux parties ou plus conviennent d'exercer une activité économique sous contrôle conjoint.

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

La quote-part de capitaux propres de ces sociétés s'établit à 396 M€ au 30 juin 2023 versus 397 M€ au 31 décembre 2022 ; les principales participations contributrices sont Tipco Asphalt (Thaïlande) et, dans une moindre mesure, Hincol (Inde), Gamma Materials (île Maurice), Mak Mecsek (Hongrie) et Colas Contracting Pty Ltd (Australie).

3.3.2.8. *Actifs financiers non courants*

Les actifs financiers non courants, d'un montant de 112 M€ au 30 juin 2023 versus 114 M€ au 31 décembre 2022, correspondent principalement à des actifs financiers (prêts, créances, dépôts et cautionnements court terme) et à des participations non consolidées.

3.3.2.9. *Provisions*

Les provisions, d'un montant de 1.067 M€ au 30 juin 2023 versus 1.089 M€ au 31 décembre 2022, regroupent :

- les provisions non courantes (677 M€) qui recouvrent :
 - les avantages au personnel (225 M€) ;
 - les remises en état des sites (180 M€) ;
 - les litiges en cours⁹² (140 M€) ;
 - les garanties données (74 M€) ;
 - d'autres risques (59 M€) ;
- les provisions courantes (390 M€) au titre :
 - des pertes à terminaison chantiers (151 M€) ;
 - des risques sur chantiers (83 M€) ;
 - des garanties données aux clients (45 M€) ;
 - de la remise en état des sites (18 M€) ;
 - d'autres risques (93 M€).

3.3.2.10. *Intérêts minoritaires*

Les participations ne donnant pas le contrôle, d'un montant net de 19 M€ au 30 juin 2023 versus 20 M€ au 31 décembre 2022, ne représentent individuellement aucun montant significatif.

⁹² Litiges principalement avec des organismes sociaux, clients et salariés.

3.3.2.11. Droits d'utilisation IFRS 16⁹³ et dette de loyers

Les droits d'utilisation IFRS 16, d'un montant de 652 M€ au 30 juin 2023 versus 632 M€ au 31 décembre 2022, portent principalement sur des contrats de location de matériel et d'équipements, ainsi que de baux immobiliers.

En regard, la dette de loyers s'établit à 702 M€ au 30 juin 2023 versus 680 M€ au 31 décembre 2022.

3.3.2.12. Actifs et passifs détenus en vue de la vente

Le 25 février 2023, le Groupe a cédé sa filiale américaine **Branscome**, dont les actifs et passifs avaient été reclassés en actifs et passifs détenus en vue de la vente au 31 décembre 2022 pour un montant net actif de 48 M€.

3.3.3. Flux de trésorerie

L'analyse pluriannuelle des flux de trésorerie de 2018 à 2022 conduit au constat que les ressources dégagées par l'exploitation ont :

- principalement servi pour financer les investissements réalisés par le Groupe et les besoins du développement de son activité ; et
- été utilisées au profit des actionnaires par le versement de dividendes.

Flux de trésorerie 1^{er} janvier 2018 - 30 juin 2023

M€	2018	2019	2020	2021	2022	S1 2023
Capacité d'autofinancement (CAF)*	698	780	641	702	616	(44)
Reclassement du coût de l'endettement financier net/produit de l'excédent financier net et charges d'intérêts sur obligations locatives	44	48	42	37	66	48
Variation du BFR lié à l'activité (y compris dépréciations et provisions courantes)	(295)	(30)	313	(140)	(251)	(572)
Flux net de trésorerie généré par l'activité	447	798	996	599	431	(568)
Flux nets liés aux immobilisations corporelles et incorporelles	(300)	(337)	(247)	(208)	(171)	(146)
Flux nets liés aux titres non consolidés et autres titres immobilisés	-	1	-	(6)	-	4
Flux nets liés aux activités consolidées	(798)	(35)	(38)	(238)	(95)	22
Autres flux liés aux variations de périmètre	78	(7)	1	28	4	-
Autres flux liés aux opérations d'investissements	42	33	(4)	46	23	2
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissements	(978)	(345)	(288)	(378)	(239)	(118)
Dividendes versés aux actionnaires de la société mère	(268)	(181)	(209)	(95)	(224)	(240)
Variation des dettes financières courantes et non courantes	391	(117)	(68)	(195)	23	351
Flux nets liés aux obligations locatives	(113)	(136)	(141)	(147)	(217)	(127)
Autres flux liés aux opérations de financement	(5)	(2)	(2)	(2)	(4)	4
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	5	(436)	(420)	(439)	(422)	(12)
Incidence des variations des cours des devises	-	9	(21)	14	(11)	1
Variations de la trésorerie nette	(526)	26	267	(204)	(241)	(697)

Source : Société

*Après coût de l'endettement financier net/produit de l'excédent financier net, charges d'intérêts sur obligations locatives et après impôts décaissés.

⁹³ 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).

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"> - Acteur historique du secteur des infrastructures routières et <i>leader</i> dans plusieurs pays. - Maillage territorial en France et au Canada. - Implantation à l'international dans des pays développés et matures réduisant les risques géopolitiques. - Captation des opportunités de croissance au travers de la diversité géographique des activités. - Opérations de croissance externe visant des sociétés de petite ou moyenne taille et reconnues localement. - Diversification des risques par la multiplicité et la taille des projets réalisés. - Offre globale de solutions grâce à une intégration verticale par l'exploitation de carrières et la maîtrise des ressources en matériaux / bitume. - Bitumiers en pleine propriété permettant de sécuriser l'approvisionnement en bitume et d'optimiser le coût du transport. - Autonomie opérationnelle vis-à-vis de Bouygues. 	<ul style="list-style-type: none"> - Dépendance envers les politiques publiques et les plans de soutien en matière de transport. - Activité soumise à des cycles électoraux et sensible au niveau d'investissements publics dédiés aux infrastructures routières. - Présence encore restreinte dans les zones à forte croissance (Asie, Océanie, ...). - Poids relativement limité de l'activité ferroviaire. - Pression sur les niveaux de marge liée à l'intensité concurrentielle. - Incidence en cours d'exercice de la saisonnalité sur la trésorerie. - Exposition aux conditions météorologiques. - Difficultés à valoriser les solutions innovantes vis-à-vis des donneurs d'ordre eu égard à leurs contraintes budgétaires.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> - Besoins de rénovation des infrastructures routières (Europe, Amérique du Nord) assortis de programmes de soutien financier publics. - Essor des nouvelles solutions incitant au développement d'infrastructures plus durables (nouveaux enrobés, recyclage des matériaux, ...). - Déploiement des infrastructures routières dans les pays émergents. - Potentiel de croissance externe dans les activités ferroviaires (Allemagne). - Investissements publics dans les infrastructures dans le cadre du plan fédéral du gouvernement Biden aux États-Unis. - Politique de soutien à la mobilité durable et intelligente de la Commission européenne. - Valorisation et commercialisation des matériaux / du bitume auprès de tiers. 	<ul style="list-style-type: none"> - Forte sensibilité à la conjoncture économique. - Sensibilité aux facteurs macro-économiques. - Arbitrages budgétaires et freins dans les financements publics. - Exposition aux variations du coût des matières premières (notamment du bitume) et de l'énergie. - Absence de barrière à l'entrée concernant l'activité de maintenance de routes (concurrence de TPE). - Durcissement de la réglementation en matière de développement durable. - Difficultés de recrutement de main d'œuvre (Canada). - Évolution des modèles de transport vers des solutions de mobilité douce impliquant une moindre utilisation des routes.

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) ;
- les méthodes d'évaluation retenues (§ 4.4) ;
- la synthèse de l'Évaluation Multicritère et les primes induites par le Prix de l'Offre de l'Action (§ 4.5).

4.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

4.1.1. Référentiel comptable

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

Les comptes consolidés et les comptes annuels de Colas au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2022 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

Les comptes consolidés du Groupe au titre du premier semestre 2023 ont fait l'objet d'un examen limité des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle⁹⁴.

4.1.2. Date et paramètres d'évaluation

Les comptes consolidés du premier semestre 2023, 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 15 septembre 2023, dernier jour de cotation avant la suspension de cours, puis l'annonce de l'Offre intervenue le 18 septembre 2023 avant l'ouverture du marché (la « **Date de Référence** »).

Les paramètres financiers tels que les taux d'actualisation et les multiples boursiers ont été déterminés en fonction des données de marché au 29 septembre 2023.

⁹⁴ [RFS 2023](#), p. 27.

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 :

Nombre d'Actions diluées	
Catégorie	Nombre
Actions ordinaires	32 654 499
Actions auto-détenues	(13 239)
Actions diluées	32 641 260

Source : Société

Le nombre total d'Actions ainsi ajusté ressort à 32.641.260 Actions.

4.1.4. Obligations locatives et impact de la norme IFRS 16

Nous avons tenu compte, en valorisation intrinsèque (§ 4.4.1), de l'incidence des engagements de location dans la modélisation des flux prévisionnels de trésorerie sous-tendant le calcul de la valeur d'entreprise. En conséquence, l'endettement financier net, dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, exclut les dettes liées aux obligations locatives (§ 4.1.6).

Pour la valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.4.2), nous avons, à l'issue de nos analyses, déterminé les multiples d'EBIT des Comparables Boursiers post IFRS 16 et, par conséquent, inclus les obligations locatives du Groupe dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

De même, pour la valorisation de l'Action que nous avons déduite des notes des analystes suivant le titre Bouygues (§ 4.3.4), d'une part, et les titres Eiffage et Vinci (§ 4.4.3), d'autre part, nous avons retenu un endettement financier net incluant les obligations locatives du Groupe dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

4.1.5. Défis fiscaux

Le Groupe disposait au 31 décembre 2022⁹⁵ d'un stock de déficits reportables activés à hauteur de 33 M€⁹⁶. En l'absence d'échéancier de consommation de ces déficits et compte tenu de leur caractère non significatif à l'échelle du Groupe, nous les avons intégrés dans le calcul de l'endettement financier net sans procéder à leur actualisation (§ 4.1.6).

Le Groupe dispose en outre d'un volant de déficits fiscaux non activés d'un montant total de 224 M€ au 31 décembre 2022, que nous n'avons pas retenus dans nos travaux de valorisation compte tenu de leur faible probabilité de récupération à moyen et long terme (§ 3.3.2.5).

⁹⁵ Le détail des déficits reportables n'est pas connu au 30 juin 2023.

⁹⁶ En base d'impôts.

4.1.6. Endettement financier net

4.1.6.1. Endettement financier net en valorisation intrinsèque

La prise en compte de l'endettement financier net au 30 juin 2023 en valorisation intrinsèque par l'actualisation, à compter de cette date, des flux prévisionnels de trésorerie (DCF), est à mettre en regard de sa combinaison avec le flux de trésorerie du second semestre 2023 dans le calcul de la valeur intrinsèque de l'Action, étant rappelé l'effet de saisonnalité pénalisant l'activité, la rentabilité et la trésorerie du premier semestre de l'année civile, qui se résorbe sur le second semestre jusqu'à la clôture de l'exercice en année pleine (§ 3.2.2.1.ii). Le creux de trésorerie au 30 juin 2023 est ainsi compensé par l'impact positif de la variation de BFR sur le flux de trésorerie du second semestre 2023 dans le calcul de la valeur intrinsèque de l'Action⁹⁷.

Au 30 juin 2023, l'endettement net comptable du Groupe, hors dettes de location, s'établit à 1.349 M€ :

Endettement net comptable	
M€	juin-23
Concours bancaires courants et soldes créditeurs de banques	(1 161)
Emprunts et dettes financières	(580)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	387
Instruments financiers nets	5
Endettement net comptable (hors IFRS 16)	(1 349)

Source : Société, analyses Ledouble

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

- de la valeur nette comptable des co-entreprises et entreprises associées (mises en équivalence), répartie sur un nombre important d'entités⁹⁸, à l'exception de la société Tipco Asphalt⁹⁹ cotée en bourse, dont nous avons réévalué la quote-part de capitaux propres détenue par Colas sur la base de son cours de bourse en moyenne 3 mois (476 M€¹⁰⁰) ;
- des provisions pour risques et charges non courantes (677 M€) et courantes (390 M€) (§ 3.3.2.9), nettes d'impôts différés actif (23 M€) :
 - provisions pour risques et charges non courantes (452 M€), couvrant la remise en état des sites (180 M€), les litiges, contentieux et réclamations et travaux (140 M€), les garanties données (74 M€) et d'autres provisions non courantes (59 M€) ;

⁹⁷ La date à compter de laquelle les flux de trésorerie sont actualisés n'a en définitive pas d'incidence sur la valeur de l'Action, ce que corrobore le calcul de la valeur intrinsèque de l'Action que nous avons réitéré au 1^{er} janvier 2023.

⁹⁸ Hors Tipco Asphalt, aucune société mise en équivalence ne représente un poids significatif à l'échelle du Groupe (§ 3.3.2.7).

⁹⁹ Société thaïlandaise exerçant une activité de distribution et de vente de produits bitumineux dans le sud-est asiatique, cotée en bourse au *Stock Exchange of Thailand* (§ 3.2.2.1.i) ; la revalorisation de la participation de Colas dans Tipco Asphalt par référence au cours de bourse est justifiée au regard de la liquidité du titre observée sur le marché.

¹⁰⁰ Pour mémoire, la valeur comptable de l'ensemble des co-entreprises et entreprises associées s'élève à 396 M€ au 30 juin 2023 (§ 3.3.2.7).

- provisions pour risques et charges courantes¹⁰¹ (390 M€), couvrant les provisions pour pertes à terminaison sur les chantiers (151 M€), les provisions pour risques sur les chantiers (83 M€), les provisions pour garanties données aux clients (45 M€), la remise en état des sites (18 M€) et d'autres provisions courantes¹⁰² (93 M€) ;
- provisions, au titre des avantages au personnel, nettes des impôts différés (202 M€)¹⁰³ ;
- > d'autres actifs financiers non courants¹⁰⁴ (64 M€) composés de titres non consolidés, de créances rattachées à ces participations et de prêts ;
- > la valeur non actualisée des déficits fiscaux activés (33 M€) (§ 4.1.5) ;
- > les participations ne donnant pas le contrôle¹⁰⁵, réparties sur de nombreuses entités (19 M€)¹⁰⁶ ;
- > d'autres actifs financiers courants (3 M€) et d'autres passifs financiers courants (2 M€) relatifs aux instruments financiers¹⁰⁷.

Il en ressort un endettement financier net de 1.838 M€ au 30 juin 2023 :

Endettement financier net	
M€	juin-23
Endettement net comptable (hors IFRS 16)	(1 349)
Sociétés mises en équivalence réévaluées	476
Autres actifs financiers non courants	64
Valeur des déficits fiscaux activés	33
Autres actifs financiers courants	3
Provisions non courantes	(452)
Provisions courantes	(390)
Provisions pour avantages au personnel nettes d'IDA	(202)
Intérêts minoritaires	(19)
Autres passifs financiers courants	(2)
Endettement financier net (hors IFRS 16)	(1 838)

Source : Société, analyses Ledouble

¹⁰¹ Non intégrées dans notre calcul de BFR (§ 3.3.2.4).

¹⁰² Dont franchises accidents, coûts de licenciement, coûts de restructurations.

¹⁰³ Montant brut des provisions pour avantages au personnel : 225 M€ - impôts différés actif y afférents : 23 M€.

¹⁰⁴ Hors dépôts et cautionnements considérées comme non mobilisables (49 M€).

¹⁰⁵ Intérêts minoritaires.

¹⁰⁶ Compte tenu de leur caractère non significatif à l'échelle du Groupe, nous n'avons pas procédé à une réévaluation des intérêts minoritaires, et avons retenu par conséquent leur valeur comptable (§ 3.3.2.10).

¹⁰⁷ Pour mémoire, le solde net (5 M€) des instruments financiers en couverture des dettes financières actif (8 M€) et passif (3 M€) est inclus dans l'endettement net comptable (§ 3.3.2.6 et § 4.1.6.1).

4.1.6.2. Endettement financier net en valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Compte tenu de la saisonnalité du secteur dans lequel opère le Groupe, nous nous sommes référés aux comptes consolidés au 31 décembre 2022 pour la valorisation analogique par les Comparables Boursiers.

L'endettement financier net de 1.548 M€ que nous retenons en valorisation analogique correspond à l'endettement net comptable au 31 décembre 2022 de 292 M€ (§ 3.3.2.6) retraité d'ajustements d'un montant total de (576) M€¹⁰⁸ et de l'ensemble des obligations locatives (680 M€)¹⁰⁹.

Endettement financier net	
M€	déc-22
Concours bancaires courants et soldes créditeurs de banques	(548)
Emprunts et dettes financières	(221)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	471
Instrument financiers nets	6
Endettement net comptable (hors IFRS 16)	(292)
Sociétés mises en équivalence réévaluées	477
Valeur des déficits fiscaux activés	33
Provisions non courantes	(451)
Provisions courantes	(411)
Provisions pour avantages au personnel nettes d'IDA	(204)
Intérêts minoritaires	(20)
Endettement financier net (hors IFRS 16)	(868)
Obligations locatives non courantes	(537)
Obligations locatives courantes	(143)
Endettement financier net	(1 548)

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 85,9 €¹¹⁰ au 30 juin 2023.

¹⁰⁸ Ces ajustements s'entendent hors autres actifs et passifs financiers (courants et non courants), pour assurer l'homogénéité avec l'endettement financier net des Comparables Boursiers.

¹⁰⁹ Par cohérence avec les multiples d'EBIT post IFRS 16 retenus pour les Comparables Boursiers (§ 4.1.4), les obligations locatives du Groupe ont été intégrées dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

¹¹⁰ Part des capitaux propres revenant au Groupe : 2.805 M€ (§ 3.3.2) rapporté au nombre d'Actions : 32.641.260 (§ 4.1.3).

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, nous n'avons pas retenu cette méthode, la valorisation des actifs d'exploitation étant réalisée par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.4.1).

4.2.3. Actualisation des dividendes

La Société a versé les dividendes suivants au titre des cinq derniers exercices clos ; le dividende par Action de 7,35 € au titre de l'exercice 2022, voté en Assemblée Générale le 25 avril 2022, a été payé le 4 mai 2023 :

<u>Évolution des dividendes distribués au titre des 5 derniers exercices</u>					
	2018	2019	2020	2021	2022
Dividendes	5,55 €	6,40 €	2,90 €	6,85 €	7,35 €
Payout Ratio	80%	80%	101%	86%	80%

Source : Analyses Ledouble

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 et permettant de prendre en compte également la part non distribuée du résultat (§ 4.4.1), de sorte que le ratio de *pay out* n'impacte pas la valeur de l'Action.

4.2.4. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

La méthode d'évaluation analogique via les transactions externes (les « **Transactions Comparables** ») ne nous est pas apparue pertinente, dans la mesure où nous n'avons pas identifié de transactions de référence récentes impliquant des cibles pouvant être valablement comparées au Groupe. Les informations dont nous disposons sur les sociétés cibles restent en outre parcellaires.

Nous avons recensé une transaction intervenue dans le secteur de la construction en Europe (**Annexe 10**) impliquant ACS en tant que société acquéreuse et Hochtief en tant que société cible, qui se traduit par des multiples de valorisation en ligne avec ceux des Comparables Boursiers (§ 4.4.2) ; en tout état de cause le multiple VE/EBIT extériorisé par cette transaction nous paraît peu pertinent, dans la mesure où :

- > le panel des Transactions Comparables se réduit à une seule opération ; et
- > la transaction que nous avons identifiée porte sur un pourcentage réduit du capital de la société Hochtief, déjà contrôlée avant cette opération par ACS.

Par ailleurs, les multiples d'EBIT plus élevés extériorisés par les dernières transactions intervenues au sein du Groupe en ce qui concerne Miller McAsphalt et Destia¹¹¹ (§ 3.2.1) ne peuvent pas être exploités, s'agissant de sociétés leaders sur leurs activités et leurs marchés et traduisant *in fine* une prime à l'acquisition. La valeur de l'Action qui ressortirait de l'application de ces multiples reste néanmoins en retrait par rapport au Prix de l'Offre.

¹¹¹ Sociétés acquises respectivement en 2018 et 2021.

4.2.5. Référence aux opérations intervenues sur le capital de Colas

La Direction nous a confirmé l'absence de toute transaction réalisée par l'Initiateur sur le capital de la Société au cours des douze derniers mois¹¹². En outre, aucune opération sur le capital de la Société n'est intervenue au cours des dix-huit derniers mois précédant l'annonce de l'Offre¹¹³.

À titre d'information, nous avons recensé les dernières acquisitions réalisées par l'Initiateur sur le capital de la Société, mentionnées dans le Projet de Note d'Information¹¹⁴, et qui nous ont été confirmées par nos interlocuteurs chez Bouygues :

- 16 mars 2020 : acquisition par Bouygues de 68.424 Actions auprès d'un fonds d'investissement à un prix de 142 € par Action¹¹⁵ ;
- 13 octobre 2021 : acquisition par Bouygues de 465 Actions auprès d'un ancien collaborateur de Colas à un prix de 142 € par Action¹¹⁶.

4.2.6. Référence à la valeur de l'Action dans les comptes annuels de Bouygues

À titre purement indicatif, le tableau des filiales et participations dans les comptes annuels de Bouygues au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2022 mentionne une valeur comptable des titres de 1.722 M€ en regard de sa participation au capital de Colas à hauteur de 96,81%¹¹⁷ (§ 2.3.1). La valeur historique induite de l'Action dans les livres de Bouygues ressort ainsi à 54,5 €¹¹⁸.

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 § 4.3.2) et des travaux des analystes (§ 4.3.3 et § 4.3.4).

4.3.1. Analyse du cours de bourse

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de l'Action¹¹⁹ comparée à celle du CAC All Tradable depuis septembre 2021 :

¹¹² À l'exception des transactions réalisées par la Société que l'Initiateur contrôle, au titre du contrat de liquidité.

¹¹³ Par référence à l'article 2 de l'instruction AMF n°[2006-07](#).

¹¹⁴ Projet de Note d'Information, 1.2.5 « Acquisition d'actions au cours des douze derniers mois », [p. 7-8](#).

¹¹⁵ Cette opération a fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF en date du [18 mars 2020](#).

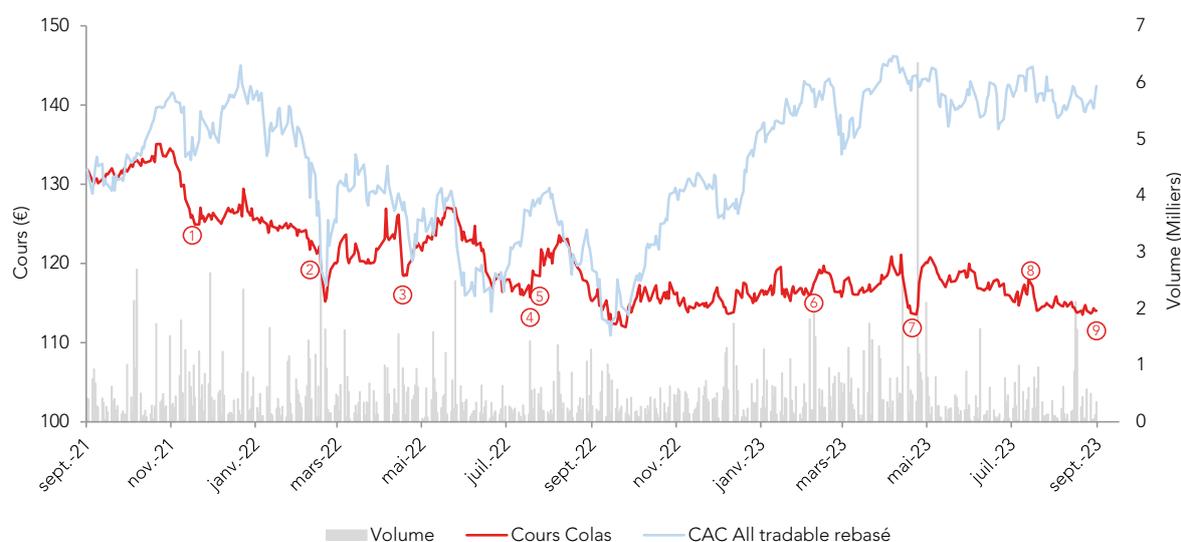
¹¹⁶ Cette opération a fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF le [20 octobre 2021](#).

¹¹⁷ DEU Bouygues [2022](#), p. 378.

¹¹⁸ Valeur comptable de la participation de Bouygues dans le capital de Colas : 1.722 M€ / Détention de Bouygues dans le capital de Colas : 96,81% / Nombre d'Actions composant le capital de Colas : 32.654.499 (§ 2.3.1).

¹¹⁹ Les cours journaliers retenus ont été pondérés par les volumes.

Analyse du cours de bourse de l'Action depuis 2 ans



Source : Bloomberg

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

- une sous-performance du titre Colas par rapport au CAC All Tradable accentuée depuis octobre 2022, qui s'explique notamment par des performances opérationnelles jugées décevantes par le marché sur l'exercice 2022 ;
- une érosion continue du cours depuis deux ans, dans un contexte inflationniste et géopolitique tendu (conflit russo-ukrainien), avec un point bas le 10 octobre 2022 à 111,5 € ;
- suivie d'une relative stabilité jusqu'à la Date de Référence, période durant laquelle le cours a oscillé entre 111,5 € et 121,0 €.

Nous avons recensé les principaux événements intervenus au sein du Groupe et les avons positionnés ci-avant sur le graphique de l'évolution du cours de bourse de l'Action depuis 2021 :

Évènements marquants

Date	Évènements
1. 01-déc-21	Acquisition de Destia, acteur majeur des infrastructures routières et ferroviaires en Finlande.
2. 24-févr-22	Publication des résultats annuels 2021 : CA (+8%), Résultat net (+178%).
3. 02-mai-22	Détachement du dividende de 6,85 € par Action au titre de l'exercice 2021.
4. 02-août-22	Publication des résultats semestriels 2022 : CA (+17%), Résultat net (-18%).
5. 09-août-22	Acquisition du groupe Hasselmann, spécialisé dans la construction de voies ferrées et d'infrastructures ferroviaires, par Colas Rail.
6. 23-févr-23	Publication des résultats annuels 2022 : CA (+17%), Résultat net (+15%).
7. 02-mai-23	Détachement du dividende de 7,35 € par Action au titre de l'exercice 2022.
8. 28-juil-23	Publication des résultats semestriels 2023 : CA (+4%), Résultat net (-4%).
9. 18-sept-23	Annnonce 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
	15-sept.-23
Spot (clôture)	113,5
20 séances	114,1
60 séances	115,0
120 séances	116,6
180 séances	116,7
250 séances	116,2
12 mois	116,2
Plus bas 12 mois	111,5
Plus haut 12 mois	121,0

Source : Bloomberg

En synthèse :

- > l'Action a évolué dans une fourchette de **111,5 € à 121,0 €** au cours des douze derniers mois précédant la Date de Référence avec des cours moyens compris entre **113,5 €** et **116,7 €** ;
- > aucun titre n'a été échangé à un prix supérieur ou égal au Prix de l'Offre.

L'étroitesse du flottant, associée à une faible rotation, de l'ordre de 12%, nous conduit au constat de la faible liquidité du titre Colas, et à relativiser ainsi la référence au cours de bourse en tant que critère d'évaluation de l'Action.

Rotation de l'Action	
	Date de Référence
	15-sept.-23
Volume échangé 12 mois	120 019
Flottant	1 025 109
Rotation du flottant (%)	11,7%

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

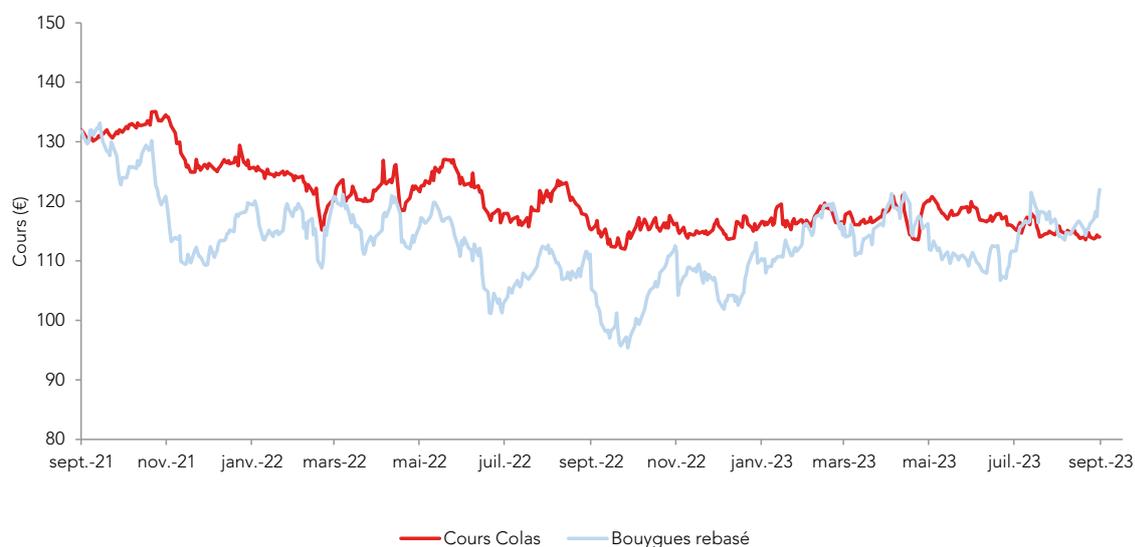
Suite à l'annonce de l'Offre, le cours de l'Action a été suspendu le 18 septembre 2023, puis s'est ajusté à des niveaux proches du Prix de l'Offre.

4.3.2. Analyse comparative de l'évolution des cours de bourse de l'Action

4.3.2.1. Avec Bouygues

Nous avons comparé l'évolution du cours de bourse¹²⁰ des titres Colas et Bouygues depuis 2 ans :

Comparaison de l'évolution des cours de bourse des titres de Colas et de Bouygues



Source : Bloomberg

Nous observons :

- > une corrélation des deux titres Colas et Bouygues en lien avec la contribution significative des activités de Colas aux résultats de Bouygues¹²¹ ; et
- > une légère surperformance de Colas par rapport à Bouygues.

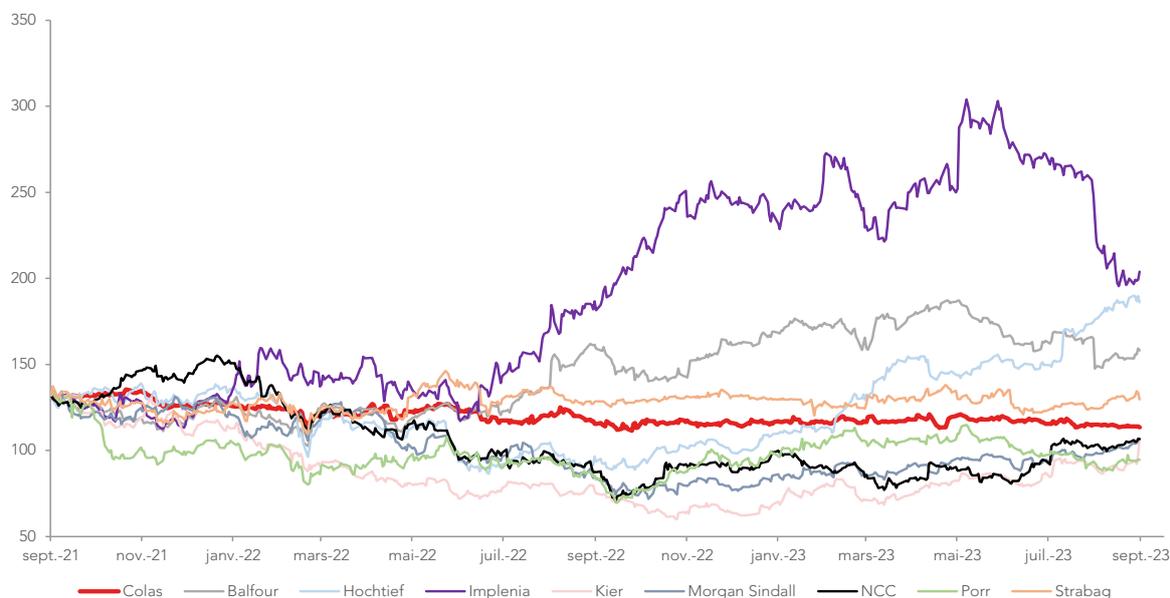
¹²⁰ Rebasé au 15 septembre 2021.

¹²¹ Au 31 décembre 2022, les activités de Colas représentaient 35% du chiffre d'affaires de Bouygues et 23% du résultat opérationnel courant des activités de Bouygues ; à titre de comparaison, les activités de Bouygues Construction représentent 29% du chiffre d'affaires et 21% du résultat opérationnel courant. DEU Bouygues [2022](#), p. 336.

4.3.2.2. Avec les Comparables Boursiers

Nous avons également comparé l'évolution du cours de bourse de l'Action à celle des titres des Comparables Boursiers (§ 4.4.2), depuis septembre 2021 :

Comparaison de l'évolution des cours de bourse des titres de Colas et des Comparables Boursiers



Source : Bloomberg

Les cours de bourse des Comparables Boursiers ont évolué de façon relativement similaire entre septembre 2021 et mai 2022.

Depuis l'été 2022, trois groupes distincts se dégagent parmi les Comparables Boursiers :

- les titres Kier, NCC, Morgan Sindall et Porr, qui sont en retrait par rapport à ceux des autres sociétés du panel et à Colas ;
- les titres enregistrant des performances boursières positives, avec :
 - en première ligne Implenia, qui bénéficie de la mise en œuvre de son plan stratégique « Fit For Growth » associée à des perspectives de croissance élevées et à l'intégration de la société Wincasa ;
 - puis Hochtief, qui profite de son rapprochement avec ACS (§ 4.2.4), et dans une moindre mesure Balfour Beatty ;
- le titre Strabag, qui se caractérise par une relative stabilité en bourse, tout en affichant une surperformance par rapport à l'Action.

4.3.3. Analyse des objectifs de cours

En l'absence de suivi de l'Action par les analystes, la référence aux cours de bourse cible n'est pas applicable.

4.3.4. Valeurs implicites de l'Action par les analystes du titre Bouygues

À titre secondaire, nous avons exploité les notes de brokers concernant le titre Bouygues, qui présentent une valorisation en « somme des parties » (« SOTP » ou « Sum of the parts ») du groupe Bouygues incluant Colas, et en avons déduit une valeur de l'Action par transparence.

En tenant compte de l'endettement financier net retenu pour la méthode d'évaluation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.1.6.2) et des valeurs d'entreprise issues des notes des analystes couvrant le titre Bouygues, la valeur implicite de l'Action s'échelonne entre **68,1 €** et **144,6 €**, autour d'une moyenne de **89,7 €** et d'une médiane de **79,1 €**¹²².

Valorisation implicite de l'Action

Analystes	Date de publication	VE Groupe (M€)	Endettement financier net (M€)	Capitaux propres Groupe (M€)	Nombre d'Actions (M)	Valeur par Action (€)
HSBC	31/07/2023	3 778	(1 548)	2 230	32,6	68,3 €
JP Morgan	13/07/2023	4 619	(1 548)	3 071	32,6	94,1 €
Morgan Stanley	22/05/2023	4 029	(1 548)	2 481	32,6	76,0 €
BofA	17/05/2023	3 903	(1 548)	2 355	32,6	72,1 €
Société Générale	28/04/2023	5 983	(1 548)	4 435	32,6	135,9 €
Barclays	18/04/2023	4 021	(1 548)	2 473	32,6	75,8 €
Kepler	27/03/2023	3 906	(1 548)	2 357	32,6	72,2 €
Crédit Suisse	16/12/2022	3 771	(1 548)	2 223	32,6	68,1 €
Moyenne		4 251		2 703		82,8 €
Moyenne*		4 476		2 927		89,7 €
Médiane*		4 129		2 581		79,1 €
Plus haut*		6 269		4 721		144,6 €
Plus bas*		3 771		2 223		68,1 €

Source : Analyses Ledouble

* En tenant compte des données issues de valorisations non publiques établies par les analystes financiers.

4.4. Méthodes d'évaluation retenues

4.4.1. Valorisation intrinsèque (DCF)

4.4.1.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels 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 disponibles¹²³ générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

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).

¹²² Aucune note de broker concernant le titre Bouygues présentant une valorisation en SOTP du groupe Bouygues n'a été publiée et portée à notre connaissance après l'annonce de l'Offre ; à la lecture des notes émises postérieurement à l'annonce de l'Offre, cette dernière semble favorablement perçue par le marché.

¹²³ 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).

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 (§ 4.1.6.1).

4.4.1.2. Taux d'actualisation

Nous avons déterminé, pour les principales zones d'implantation du Groupe, le taux d'actualisation à partir de la formule du Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) ; nous avons privilégié 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 **3,1%** correspondant à la moyenne historique 3 mois des OAT 10 ans¹²⁴ ;
- un beta de l'actif économique sur une période de 5 ans, égal à **0,94**¹²⁵ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **5,9%**¹²⁶ ;
- une prime de risque spécifique pays¹²⁷ déterminée en fonction des pays, en dehors de la France, dans lesquels le Groupe est, et restera à moyen terme, le plus présent¹²⁸ ; cette prime négative moyenne de **(0,2%)** traduit un risque moindre, pour ces pays, en comparaison avec la France.

Le coût moyen du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie ressort ainsi à **8,4%**¹²⁹ :

Taux d'actualisation	
Composants	
Taux sans risque	3,1%
Beta de l'actif économique	0,94
Rendement de marché	9,0%
Prime de risque	5,9%
Prime de risque spécifique pays	(0,2%)
Taux d'actualisation	8,4%

¹²⁴ Source : Banque de France.

¹²⁵ Le beta de l'actif économique a été déterminé à partir de notre panel de Comparables Boursiers (§ 4.4.2).

¹²⁶ Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. Le rendement attendu du marché français estimé à **9,0%**, sous déduction d'un taux sans risque de 3,1%, induit une prime de risque de **5,9%**.

¹²⁷ 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.

¹²⁸ Les principales zones d'implantation du Groupe sont la France, le Canada, les États-Unis, l'Australie et la Finlande.

¹²⁹ Le taux d'actualisation aux bornes du Groupe a été déterminé à partir des taux d'actualisation calculés dans les principales zones d'implantation du Groupe, pondérés par la contribution de ces zones au résultat opérationnel attendu en 2025, année bornant la Période Explicite du Plan d'Affaires.

4.4.1.3. 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 Groupe¹³⁰.

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

4.4.1.4. 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 la contribution de ces zones au résultat opérationnel du Groupe attendu sur la période de prévisions.

Par ailleurs, nous avons intégré dans l'endettement financier net le stock de déficit reportable activé, d'un montant de 33 M€ au 31 décembre 2022 (§ 4.1.6).

4.4.1.5. Plan d'Affaires

Nous avons exploité le plan d'affaires établi par la Direction, présenté et approuvé, selon les procédures habituelles, par le Conseil d'Administration de la Société, en janvier 2023 (le « **Plan d'Affaires** »), dont les projections couvrent la période 2023 à 2025 (la « **Période Explicite** »). Compte tenu du niveau de détention et d'intégration du Groupe au sein de l'Initiateur, le Plan d'Affaires sert également de référence à l'Initiateur et à l'Établissement Présentateur 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.

L'examen des engagements RSE du Groupe, portés par le projet d'entreprise Act (§ 3.2.4), nous conduit à retenir en l'état les hypothèses du Plan d'Affaires et les aléas associés¹³¹.

¹³⁰ Prévisions d'inflation pondérées par la contribution de ces zones au chiffre d'affaires attendu en 2025.

¹³¹ Nous retenons notamment de nos entretiens avec la Direction que les objectifs de décarbonation des activités du Groupe sont partagés avec les acteurs du secteur de la construction routière et ferroviaire de taille comparable, et la difficulté à ce stade de faire reconnaître, dans les processus d'appel d'offres, les efforts d'innovation en tant que facteurs positifs de différenciation, en particulier en ce qui concerne les matériaux moins polluants de substitution aux solutions classiques de revêtement, du fait des contraintes budgétaires des clients.

(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 externe¹³² ; il se traduit globalement sur la Période Explicite par :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de près de 3%¹³³, à taux de change et périmètre constants¹³⁴, qui devrait notamment être portée par :
 - la croissance de l'activité Route en Europe et au Canada ; et
 - le développement de l'activité Ferroviaire tant en France avec les chantiers du « Grand Paris » qu'à l'international avec les grands projets et l'intégration de la société Hasselmann en Allemagne (§ 3.2.2.2.i) ;
- un niveau de marge opérationnelle sur l'ensemble de la Période Explicite en nette progression par rapport à la moyenne historique et conduisant à un taux de marge opérationnelle proche de 4% en 2025 jamais atteint entre 2018¹³⁵ et 2022 (§ 3.3.1.2) ;
- une enveloppe annuelle d'investissements comprise entre 2,2% et 2,7% du chiffre d'affaires, compatible avec les réalisations des derniers exercices.

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 dans les flux pour aboutir à une vision « *cash* » ;
- de la fiscalité dans les principales zones géographiques au sein desquelles opère le Groupe ; et
- de la saisonnalité de l'activité du Groupe pour déterminer la variation de BFR sur le second semestre 2023.

Nous considérons que les hypothèses du Plan d'Affaires et les aléas d'exécution au regard des réalisations historiques, notamment en termes de marge opérationnelle, confèrent à ces prévisions un caractère volontariste ; en particulier :

- nous constatons que les niveaux de rentabilité anticipés à l'horizon de la Période Explicite sont supérieurs à ceux atteints par Colas entre 2018 et 2022 ;
- il nous a été confirmé par la Direction qu'historiquement les taux de marge opérationnelle estimés pour la dernière année des plans d'affaires se sont avérés ambitieux.

¹³² À l'exception de celles connues pour la première année de prévisions, en l'occurrence 2023.

¹³³ Le Plan d'Affaires présente, pour la première année de prévisions et sur les principales zones de présence du Groupe (France, Royaume-Uni, zone Euro (France comprise), États-Unis, Canada, G20), les perspectives de croissance par référence au PIB et d'inflation.

¹³⁴ Le Plan d'Affaires n'intègre pas l'impact des éventuelles opérations de croissance externe au-delà de 2023.

¹³⁵ Année d'acquisition de Miller McAsphalt, qui a redimensionné le Groupe en 2018 (§ 3.2.2.1.ii).

(ii) Période d'Extrapolation

Nous avons procédé à une extrapolation du Plan d'Affaires sur la période 2026 à 2028 (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 opérationnelle à long terme de 3% que nous avons appréhendé à l'appui des informations et éléments d'appréciation suivants :
 - Colas, et consécutivement Bouygues, ont fait part au marché, sans qu'il ait été atteint dans le passé, d'un objectif de marge opérationnelle courante de 4% jusqu'à l'annonce, le 17 novembre 2022, des résultats du Groupe à fin septembre 2022, qui, tenant compte, dans les perspectives, du « *contexte inflationniste, notamment dans les pays limitrophes de l'Ukraine, et de son impact dilutif sur la marge opérationnelle courante, en particulier dans les activités de négoce de bitume* », a acté le remplacement de l'objectif de 4% de marge opérationnelle courante en 2023 par un « *objectif de progression du résultat opérationnel courant en 2023 par rapport à celui de 2022* », tout en indiquant que « *grâce à des fondamentaux porteurs et aux effets positifs des plans de transformation engagés, le Groupe est confiant dans sa capacité à rejoindre à terme l'objectif de taux de marge opérationnelle courante qu'il s'était fixé* » ;
 - si l'objectif de progression du résultat opérationnel courant des activités (ROCA) et du résultat opérationnel courant (ROC) en 2023 par rapport à 2022 a été confirmé lors des annonces successives, le 16 mai 2023 des résultats du 1^{er} trimestre 2023, le 23 février 2023 des résultats annuels 2022¹³⁶, et le 28 juillet 2023 des résultats semestriels 2023, celui de 4% de marge opérationnelle n'est en revanche plus évoqué dans ces trois communiqués ;
 - le Plan d'Affaires vise un taux de marge opérationnelle après cession d'actifs légèrement inférieur à 4% en 2025 (§ 4.4.1.5.i) ; cette ambition de taux de marge opérationnelle d'environ 4% peut fluctuer notamment en fonction du contexte macroéconomique, ainsi que des conditions de marché et d'exploitation du Groupe. Dès lors, la Direction confirme que ce taux de marge opérationnelle ne peut être considéré comme récurrent ;
 - sans être en mesure de préjuger de la pérennité des cessions d'actifs sur la Période d'Extrapolation, a fortiori à plus long terme, et en l'absence d'hypothèse de la Société au-delà de la Période Explicite¹³⁷ :
 - nous nous référons, pour apprécier la capacité du Groupe à pérenniser un niveau de marge, à l'historique de 2018 à 2022 du taux de marge opérationnelle moyen de **2,3%** avant cession d'actifs, et de **2,9%** après cession d'actifs¹³⁸ ;
 - nous faisons converger ce taux, sur la Période d'Extrapolation, vers 3,0% ;
- > des investissements stables représentant 2,2% du chiffre d'affaires, correspondant à un taux de Capex minimum au regard de l'historique ;
- > un niveau de BFR rapporté au chiffre d'affaires (2,3%) et un taux d'impôt sur les sociétés rapporté à l'EBIT (26,1%) équivalents à ceux retenus en 2025.

¹³⁶ En ce qui concerne le ROCA, nouvel indicateur de performance financière du Groupe, qui ne diffère du ROC que du montant des amortissements et dépréciations des actifs incorporels reconnus lors des acquisitions, en l'occurrence peu significatif (8 M€ en 2022).

¹³⁷ Le processus d'élaboration des plans d'affaires est triennal.

¹³⁸ Au cours des cinq derniers exercices clos, les taux de marge opérationnelle hors résultat sur cession d'actifs et après résultat sur cession d'actifs ressortent respectivement entre **1,6%** et **2,8%** et entre **2,1%** et **3,3%**.

(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% (§ 4.4.1.3) ;
- > un taux de marge d'EBIT égal à 3,0% ;
- > un niveau d'investissement rapporté au chiffre d'affaires comparable au niveau historique ;
- > une variation du BFR résultant de la croissance perpétuelle ;
- > la reconduction du taux d'impôt sur les sociétés (cf. *supra* ii).

4.4.1.6. 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 8,4%) 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				
	-50 bp	-25 bp	0 bp	+25 bp	+50 bp
-50 bp	161,6	155,1	149,0	143,4	138,1
-25 bp	167,3	160,3	153,8	147,8	142,2
0 bp	173,4	165,9	158,9	152,5	146,5
+25 bp	180,0	171,9	164,5	157,6	151,2
+50 bp	187,3	178,5	170,5	163,1	156,2

- > du taux d'actualisation (+/- 0,25 bp par rapport au taux d'actualisation de 8,4%) et du taux de marge d'EBIT (+/- 0,10 bp par rapport au taux de marge d'EBIT de 3,0%) :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Taux de marge (% EBIT)	Taux d'actualisation				
	-50 bp	-25 bp	0 bp	+25 bp	+50 bp
-20 bp	162,9	155,9	149,4	143,4	137,9
-10 bp	168,1	160,9	154,2	148,0	142,2
0 bp	173,4	165,9	158,9	152,5	146,5
+10 bp	178,6	170,8	163,7	157,0	150,9
+20 bp	183,8	175,8	168,4	161,6	155,2

La valeur centrale de l'Action ressort à **158,9 €**, dans une fourchette de valeurs de **147,8 €** à **171,9 €**.

4.4.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

À titre secondaire, nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de l'Action par référence aux multiples d'EBIT d'un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »).

4.4.2.1. Composition de l'échantillon de Comparables Boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Colas réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation et de zones d'implantation.

Au cas particulier, nous rappelons que plusieurs acteurs spécialisés, et en concurrence directe avec Colas, ne font pas l'objet d'une cotation ou sont intégrés à des groupes de construction dont l'activité routière ne représente qu'une part non prépondérante de l'ensemble de leur activité.

En considérant les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons constitué un panel composé de plusieurs sociétés cotées européennes évoluant dans le secteur de la construction disposant d'une exposition aux activités routières, toutefois moindre que celle de Colas, et également, pour certaines sociétés de l'échantillon, à une activité ferroviaire.

Notre présentation de Comparables Boursiers, ainsi que nos critères de sélection pour la constitution du panel, figurent respectivement en **Annexe 8** et en **Annexe 9**.

Nous présentons, ci-après, les capitalisations boursières¹³⁹ des Comparables Boursiers :

Capitalisation boursière des Comparables Boursiers (Md€)		
Société	Pays	Capitalisation boursière
Colas	France	4,0
Balfour Beatty	Royaume-Uni	2,2
Hochtief	Allemagne	7,0
Implenia	Suisse	0,7
Kier	Royaume-Uni	0,5
Morgan Sindall	Royaume-Uni	1,1
NCC	Suède	0,9
Porr	Autriche	0,5
Strabag	Autriche	3,9
Moyenne		2,1

Source : Bloomberg

¹³⁹ En moyenne 3 mois.

4.4.2.2. 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'excédent brut d'exploitation (EBITDA) du fait des différences d'intensité capitalistique observées au sein de notre échantillon de Comparables Boursiers et du Groupe ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et du différentiel de taux d'imposition applicable.

Ainsi, nous avons privilégié les multiples d'EBIT pour les années 2024 et 2025, qui ont été appliqués aux agrégats du Plan d'Affaires, étant précisé que le résultat opérationnel courant (ROC) est proche du résultat opérationnel courant des activités (ROCA¹⁴⁰), ces deux indicateurs figurant dans le Plan d'Affaires.

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

- à la capitalisation boursière moyenne des 3 derniers mois ajustée de l'endettement financier net (ou, le cas échéant, la trésorerie financière nette)¹⁴¹ ;
- aux estimations d'EBIT issues des consensus d'analystes¹⁴².

4.4.2.3. 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 :

- les Comparables Boursiers exercent des activités routières et, pour certains des activités ferroviaires, qui sont intégrées globalement dans leur activité de construction ou de génie civil ; ils présentent des perspectives de croissance et de rentabilité relativement cohérentes avec celles anticipées par le Groupe ; et
- les multiples d'EBIT issus de notre panel sont homogènes et sensiblement inférieurs à ceux extériorisés par le Plan d'Affaires.

À partir des multiples de VE/EBIT moyens compris entre 5,6x et 5,9x, la valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers s'inscrit dans une fourchette de valeurs de **57,0 € à 63,3 €**.

¹⁴⁰ Résultat opérationnel courant avant prise en compte des amortissements et dépréciations des actifs incorporels reconnus lors des acquisitions.

¹⁴¹ Nous avons retenu un endettement financier net au 31 décembre 2022 afin de prendre en compte la saisonnalité de l'activité des Comparables Boursiers ; à l'instar de celles du Groupe, les activités des Comparables Boursiers sont soumises aux contraintes climatiques, et voient leur endettement financier net croître fortement au cours du premier semestre de l'année civile.

¹⁴² Nous avons recalendarisé les multiples de la société Kier, qui clôture ses comptes annuels au 30 juin.

À titre purement indicatif, par référence à l'indice Euro Stoxx Construction & Materials¹⁴³ ou/et à des sociétés dont l'activité est orientée sur le marché des granulats et du béton prêt à l'emploi¹⁴⁴, que nous avons également examinés, la valeur induite de l'Action, par l'application des mêmes principes que ceux utilisés pour la valorisation par les Comparables Boursiers, resterait sensiblement inférieure au Prix de l'Offre.

Pour information, et dans l'éventualité d'un réinvestissement par un actionnaire de Colas dans la société Bouygues, nous avons valorisé l'Action à partir des multiples d'EBIT prévisionnels de Bouygues ; il en ressort une valorisation analogique inférieure à celle du Prix de l'Offre.

4.4.3. Valorisation analogique par référence aux activités routières d'Eiffage et de Vinci

En complément à la valorisation par les Comparables Boursiers, nous avons exploité les notes des analystes financiers en charge du suivi des sociétés Eiffage et Vinci, externalisant une valorisation de leurs activités routières (**Annexe 11**).

Nous retenons que les analystes financiers :

- valorisent, par somme des parties, l'activité construction des deux groupes qui inclut notamment les activités d'infrastructures routières d'Eurovia (Vinci) et d'Eiffage Infrastructures (Eiffage) ;
- retiennent des multiples VE/EBIT compris entre 6,0x et 8,3x pour Vinci et entre 6,0x et 7,5x pour Eiffage.

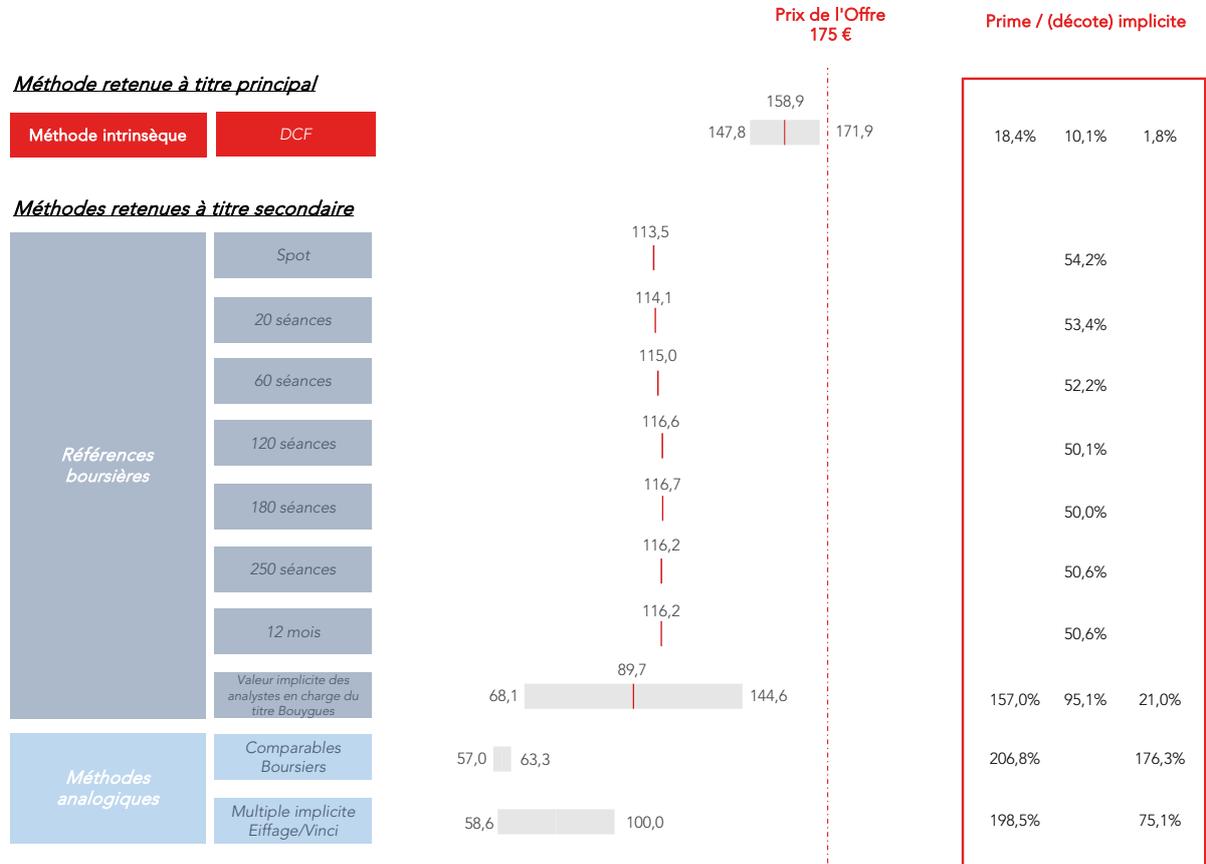
En appliquant ces multiples aux agrégats prévisionnels du Plan d'Affaires de l'année 2024, et sous déduction de l'endettement financier net de 1.548 M€ (§ 4.1.6.2), la valeur de l'Action est comprise dans une fourchette de **58,6 €** et **100,0 €**.

¹⁴³ Source : Bloomberg.

¹⁴⁴ Heidelberg Materials AG, Holcim AG, Vicat.

4.5. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les valeurs obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix de l'Offre de **175 €**, sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons examinés et mis en œuvre :



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

- > une prime sur les valeurs centrales et les bornes hautes des fourchettes d'évaluation de l'Action, pour l'ensemble des critères examinés et des méthodes d'évaluation mises en œuvre ;
- > plus particulièrement une prime de 10,1% sur notre estimation de la valeur centrale de l'Action selon la méthode DCF, retenue à titre principal.

Nous interprétons l'écart de valorisation de l'Action entre l'évaluation intrinsèque et l'évaluation analogique par les Comparables Boursiers, retenue à titre secondaire, par la position de « pure player » de Colas dans les infrastructures routières (maintenance et rénovation) et l'intégration verticale du Groupe (exploitation des gisements et maîtrise des ressources en matériaux).

5. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons examiné les travaux d'évaluation réalisés par Portzamparc en sa qualité d'Établissement Présentateur, relatés dans le Projet de Note d'Information¹⁴⁵.

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 méthodes d'évaluation que nous avons employées sont comparables à celles de l'Établissement Présentateur, à l'exception de :

- la valorisation intrinsèque par actualisation des flux de dividendes futurs (DDM) que nous ne mettons pas en œuvre (§ 4.2.3) ; et
- la valorisation analogique par référence aux multiples d'EBIT ressortant des notes d'analystes des sociétés Eiffage et Vinci que nous avons retenue à titre secondaire (§ 4.4.3).

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

Le montant de l'endettement financier net de la valorisation intrinsèque a été différencié de celui de la valorisation analogique à la fois par Ledouble et Portzamparc.

5.2.1. En évaluation intrinsèque

La réconciliation entre la dette financière nette que nous avons déterminée et celle de l'Établissement Présentateur en valorisation intrinsèque (DCF) s'analyse comme suit :

<u>Comparaison de l'endettement financier net en valorisation intrinsèque</u>	
M€	juin-23
Endettement financier net - Ledouble	(1 838)
Sociétés mises en équivalence	(80)
Impôts différés	(44)
Autres actifs et passifs financiers courants	(1)
Autres actifs financiers non courants	49
Endettement financier net - Portzamparc	(1 914)

Source : Analyses Ledouble

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 :

- l'Établissement Présentateur retient la valeur nette comptable des titres mis en équivalence, alors que nous avons procédé à une réévaluation de la société Tipco Asphalt en fonction de son cours de bourse ;
- l'Établissement Présentateur retient l'ensemble des actifs d'impôts différés nets, tandis que nous n'intégrons dans l'endettement financier net que les impôts différés actif sur les provisions pour avantages au personnel et sur les déficits fiscaux (44 M€) ;

¹⁴⁵ Projet de Note d'Information, 3. Éléments d'appréciation du Prix de l'Offre, [p. 23-43](#).

- nous avons tenu compte dans l'endettement financier net des autres actifs et passifs financiers courants (1 M€) ;
- nous excluons les dépôts et cautionnements (49 M€), considérant qu'ils se rattachent à l'exploitation et ne sont donc pas mobilisables.

5.2.2. En évaluation analogique

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

- l'Établissement Présentateur a appréhendé un endettement financier net projeté à fin 2023¹⁴⁶ ; nous avons retenu un endettement financier net au 31 décembre 2022 ;
- l'endettement financier net s'entend avec l'incidence de la norme IFRS 16 pour Ledouble, dans la mesure où l'EBIT retenu est calculé post IFRS 16, et hors impact IFRS 16 pour Portzamparc ;
- l'Établissement Présentateur tient compte d'autres actifs financiers, tandis que nous les excluons pour assurer une homogénéité avec l'endettement financier net que nous avons déterminé pour les Comparables Boursiers.

Notre endettement financier net en valorisation analogique ressort à 1.548 M€ *versus* 556 M€ pour l'Établissement Présentateur.

5.3. Références boursières

En sus de l'Établissement Présentateur, nous avons examiné les références boursières sur une période de 180 séances, 250 séances et 12 mois.

A contrario, Portzamparc présente les références boursières également sur une période de 240 séances que nous ne retenons pas.

¹⁴⁶ À partir d'une position de trésorerie nette estimée à fin décembre 2023 selon les éléments du Plan d'Affaires, retraitée d'ajustements comptables au 30 juin 2023.

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 :
 - l'Établissement Présentateur se réfère, dans le principe, à un coût moyen pondéré du capital (Wacc) en approche « indirecte », dissociant dans le principe le coût des fonds propres et celui de la dette¹⁴⁷, 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* (8,5% pour Portzamparc versus 8,4% pour Ledouble), mais recèlent les différences méthodologiques suivantes :
 - un taux sans risque déterminé à partir d'une moyenne 12 mois de l'OAT France 10 ans (Portzamparc) versus une moyenne 3 mois de l'OAT France 10 ans (Ledouble) ;
 - un beta se référant à un beta du secteur Engineering/Construction Europe (Portzamparc) versus un beta de l'actif économique se référant à l'échantillon de Comparables Boursiers (Ledouble) ;
 - nous intégrons dans le calcul du taux d'actualisation une prime de risque pays (-0,2%) ; l'Établissement Présentateur n'en retient pas.
- L'Établissement Présentateur et Ledouble tablent sur un taux de croissance perpétuelle identique de 2,0%.
- Sur la Période d'Extrapolation, les hypothèses d'investissements¹⁴⁸ et de BFR¹⁴⁹ rapportés au chiffre d'affaires différent, dans des proportions toutefois limitées.

In fine, ces différences méthodologiques n'ont pas d'incidence majeure sur la valeur centrale de l'Action en valorisation intrinsèque : 158,3 € pour Portzamparc versus 158,9 € pour Ledouble.

5.5. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Portzamparc et Ledouble présentent les résultats de leurs valorisations analogiques respectives à titre seulement secondaire.

Nous nous sommes attachés à constituer un échantillon de sociétés européennes restreint, tandis que l'Établissement Présentateur présente un panel construit en fonction de critères de sélection plus larges, qui se recoupe partiellement avec le nôtre :

- nous avons écarté la société Granite Construction qui est localisée aux États-Unis, dans la mesure où nous avons limité notre échantillon à des sociétés européennes ;
- *a contrario*, la société Porr n'est pas incluse dans le panel de Portzamparc.

¹⁴⁷ Du fait d'une situation de trésorerie nette positive à partir de 2024, le Wacc de l'Établissement Présentateur correspond en définitive au coût des fonds propres.

¹⁴⁸ 2,3% pour l'Établissement Présentateur et 2,2% pour Ledouble.

¹⁴⁹ 1,9% pour l'Établissement Présentateur et 2,3% pour Ledouble.

En ce qui concerne la mise en œuvre de la valorisation analogique par les Comparables Boursiers, les différences entre Portzamparc et Ledouble sont les suivantes :

- nous avons calculé des multiples d'EBIT à partir des capitalisations boursières des Comparables Boursiers en moyenne 3 mois versus un cours spot pour l'Établissement Présentateur ;
- nous avons retenu les multiples des Comparables Boursiers sur la période 2024 à 2025, tandis que l'Établissement Présentateur se limite aux années 2023 et 2024.

5.6. Valeur implicite de l'Action par la somme des parties de Bouygues

La principale divergence réside dans la prise en compte par Ledouble de la dette locative dans le calcul de l'endettement financier net¹⁵⁰ (§ 4.1.6.2), alors que Portzamparc ne retient pas la dette locative.

5.7. Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est exposée ci-après :

Comparaison des valeurs de l'Action entre Ledouble et l'Établissement Présentateur

€/Action	Ledouble			Prime/(Décote)			Portzamparc			Prime/(Décote)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Prix de l'Offre	175,0 €						175,0 €					
Méthodes retenues à titre principal	Approches intrinsèques											
DCF	147,8 €	158,9 €	171,9 €	18,4%	10,1%	1,8%	147,9 €	158,3 €	170,5 €	18,3%	10,5%	2,6%
DDM						n.a.	143,8 €	152,6 €	163,0 €	21,7%	14,7%	7,4%
Méthodes retenues à titre indicatif	Références boursières											
Spot au 15 septembre 2023		113,5 €			54,2%			113,5 €			54,2%	
20 séances		114,1 €			53,4%			114,1 €			53,4%	
60 séances		115,0 €			52,2%			115,0 €			52,2%	
120 séances		116,6 €			50,1%			116,6 €			50,1%	
180 séances		116,7 €			50,0%						n.a.	
240 séances					n.a.			116,4 €			50,4%	
250 séances		116,2 €			50,6%						n.a.	
12 mois		116,2 €			50,6%						n.a.	
Min. 12 mois		111,5 €			57,0%			111,5 €			57,0%	
Max. 12 mois		121,0 €			44,6%			121,0 €			44,6%	
Valeur implicite des analystes en charge du titre Bouygues	68,1 €	89,7 €	144,6 €	157,0%	95,1%	21,0%	98,5 €	121,3 €	175,0 €	77,7%	44,3%	-
Approches analogiques												
Comparables Boursiers	57,0 €		63,3 €	206,8%		176,3%	68,0 €		72,0 €	157,3%		143,1%
Valorisation analogique par référence aux activités routières d'Eiffage et de Vinci	58,6 €		100,0 €	198,5%		75,1%						n.a.
Approche patrimoniale												
Actif Net Comptable						n.a.		99,2 €				76,4%

¹⁵⁰ À défaut d'information exhaustive sur le mode de calcul de la valeur d'entreprise du Groupe par les analystes couvrant le titre Bouygues, nous avons postulé que les multiples d'EBIT implicites mobilisés pour la valorisation de Colas au sein de Bouygues s'entendent après incidence de la norme IFRS 16 ; à titre indicatif, et en comparaison de l'approche de l'Établissement Présentateur, la valeur de l'Action, hors incidence sur l'endettement financier net de la norme IFRS 16, s'inscrirait dans une fourchette de 88,9 € à 165,5 €, autour d'une moyenne de 110,5 €.

6. Accords et Opérations Connexes

Nous n'avons pas identifié d'accord ou/et d'opération connexe(s) au sens de l'article [261-1](#) I 4° du règlement général de l'AMF ; le Projet de Note d'Information de Bouygues n'en fait pas non plus mention ; à titre d'information :

- nous avons consulté la documentation relative aux dispositions des conventions réglementées en vigueur au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2022, d'une part, et d'autres conventions courantes mises à notre disposition¹⁵¹, d'autre part, et n'y avons pas identifié de dispositif de nature à préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires dans le contexte de l'Offre ;
- en particulier, la convention d'intégration fiscale entre Colas et Bouygues, renouvelée par l'Assemblée Générale de Colas en date du 26 avril 2022, n'a pas d'incidence spécifique dans le cadre du projet d'Offre de Bouygues¹⁵² ;
- compte tenu du contrôle exercé de longue date par Bouygues sur Colas, le projet d'Offre de Bouygues sur la fraction résiduelle du capital de Colas non encore détenue n'est pas de nature à générer des synergies de coûts ni de résultat au profit de Bouygues et de ses actionnaires ; sa mise en œuvre n'aura pas non plus d'impact sur Colas.

Le Projet de Note d'Information précise en outre l'absence d'engagement d'apport à l'Offre Publique de Retrait (§ 2.6).

L'économie des frais de cotation de l'Action consécutive au Retrait Obligatoire, que nous avons calculée en la rapportant au nombre d'Actions, n'est pas significative au regard du Prix de l'Offre.

7. Observations formulées par des Actionnaires Minoritaires

Par un communiqué de presse du 18 septembre 2023, Colas a fait part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant.

Nous avons relayé cette information sur notre site internet dès le [19 septembre 2023](#).

Nous n'avons pas reçu de courrier de la part d'Actionnaires Minoritaires, et il ne nous en a pas été signalé par la Direction, par l'Initiateur ou par les services de l'AMF.

¹⁵¹ Convention d'assistance technique (*Supply of services agreement*) entre Bouygues Asia et Colas SA ; Convention de trésorerie entre Bouygues Relais et Colas SA ; Convention de placements entre Bouygues Relais et Colas SA / Convention de relais entre Bouygues Relais et Colas SA ; Convention de refacturation de la rémunération du Président Directeur Général de Colas SA à Bouygues SA ; Convention de mise à disposition de locaux entre le GIE 32 Hoche et Colas SA.

¹⁵² La convention d'intégration fiscale met à la charge de la société Colas les montants d'impôt dont elle est redevable et solidaire du paiement.

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.

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 Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions.

Les Actionnaires Minoritaires bénéficient d'une liquidité de leurs Actions au Prix de l'Offre de 175 € qui extériorise une prime, sur les valeurs centrales ainsi que par rapport aux bornes hautes des fourchettes d'évaluation de l'Action, pour l'ensemble des critères examinés et des méthodes d'évaluation mises en œuvre dans l'Évaluation Multicritère (§ 4.3 et § 4.4).

Par ailleurs :

- aucune transaction réalisée par l'Initiateur sur le capital de la Société au cours des douze mois précédant l'annonce de l'Offre¹⁵³ n'a été portée à notre connaissance, et nous n'en avons pas relevé (§ 4.2.5) ;
- aucune opération sur le capital de la Société n'est intervenue au cours des dix-huit derniers mois précédant l'annonce de l'Offre (§ 4.2.5) ;
- nous avons obtenu la confirmation que, comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'attend pas de synergies significatives de coûts ni de résultats du fait de l'Offre (§ 2.5).

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

Bien que Ledouble ait été désigné au titre notamment de l'article 261-1 4°, nous n'avons pas identifié d'accord ou/et d'opération connexe(s) à l'Offre, et il ne nous en a pas été signalé.

Nous n'avons pas identifié d'élément assimilable à un transfert de valeur au profit de Bouygues ni de dispositif préjudiciable aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

¹⁵³ À l'exception des transactions réalisées par la Société que l'Initiateur contrôle, au titre du contrat de liquidité.

9. Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 175 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Colas apportant leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas relevé d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre au sens de l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF.

Paris, le 12 octobre 2023

LEDOUBLE SAS

DocuSigned by:
Olivier Cretté
9E19489910D54AC...

Olivier CRETTE

Associé

DocuSigned by:
Stéphanie GUILLAUMIN
6C9535A39C324EB...

Stéphanie GUILLAUMIN

Associée

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
> Critères de sélection des Comparables Boursiers	Annexe 9
> Présentation des Transactions Comparables	Annexe 10
> Exploitation des notes d'analystes d'Eiffage et de Vinci	Annexe 11
> Principes de la revue qualité	Annexe 12

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION



LEDOUBLE

A l'attention de Monsieur Olivier Cretté et
Madame Stéphanie Guillaumin
8, RUE HALEVY
75009 PARIS

Le 20 septembre 2023

Chère Madame, cher Monsieur,

Fondée en 1929, Colas (la « Société ») est une entreprise française de travaux publics spécialisée dans la construction et l'entretien d'infrastructures de transports, d'aménagements urbains et de loisirs. Colas est contrôlée depuis 1986 par la société Bouygues SA.

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris sous le Code ISIN FR0000121634 (mnémotechnique : RE).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Portzamparc, filiale de BNP Paribas, a déposé auprès de l'AMF le 20 septembre 2023 pour le compte de la société Bouygues SA (l'« Initiateur »), la proposition irrévocable de cette dernière à l'ensemble des actionnaires de la Société, d'acquiescer en numéraire la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur au prix unitaire de 175 euros par action dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« Offre »), et qui sera suivie, les conditions étant réunies, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF.

Lors de sa réunion du 28 août 2023, le conseil d'administration de la Société a mis en place en son sein un comité *ad hoc* (le « Comité »), ayant pour mission d'examiner les termes et conditions du projet d'Offre qui serait déposé, en ce compris les accords ou éléments susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, de suivre le déroulement de l'opération, de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil d'administration.

Dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, le conseil d'administration de la Société a procédé, le 28 août 2023, en application des dispositions de l'article 261-1, I, 1° et 4° et II du règlement général de l'AMF, à la désignation du cabinet Ledouble, représenté par M. Olivier Cretté et Mme Stéphanie Guillaumin, en qualité d'expert indépendant, chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société, y compris dans le cadre d'un retrait obligatoire.

C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions

COLAS

1, rue du Colonel Pierre Avia - CS11766 - 75730 PARIS Cedex

Tel : 01 47 61 76 00 - Fax : 01 47 61 76 00

S.A. au capital de 40 000 740 000 € - RCS Paris 662 026 314 - Siret 662 026 314 01364 - FR 96 662 026 314 - Code APE 4211Z

colas.com

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION (suite)



de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société proposé aux actionnaires minoritaires et à vous permettre de vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire. Il devra permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

- 261-1 I 1° dans la mesure où la société cible est déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre ;
- 261-1 I 4° au regard d'accords ou d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- 261-1 II en raison de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrit dans le calendrier prévisionnel suivant, étant précisé que depuis votre désignation le 28 août 2023, vous avez pu préparer la réalisation de votre Mission :

18-septembre 2023 :	Annonce de l'opération par l'Initiateur et dépôt du projet de note d'information de l'Initiateur
11 octobre 2023 :	Présentation de votre projet de rapport finalisé
12 octobre 2023 :	Ramise de votre rapport définitif
13 octobre 2023 :	Conseil d'administration de la Société émettant son avis motivé sur le projet d'Offre
Fin octobre 2023 :	Collège de l'AMF

Nous avons compris de nos échanges que vous disposez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que 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 son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Par ailleurs, compte tenu des caractéristiques de l'Offre (offre de fermeture), un délai minimum de 15 jours de bourse doit être respecté entre le dépôt de la note d'information et la remise de votre rapport.

Le calendrier prévisionnel est conforme à ces délais.

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION (suite)



Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Ledouble dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

- des entretiens réguliers avec le management de la Société et le Comité ;
- la détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de la Société (analyse du cours de bourse, DCF, comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...);
- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- l'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement général précité ;
- l'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ; et
- la gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet Ledouble, ainsi que ses associés sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

- o -

Veuillez agréer, chère Madame, cher Monsieur, en l'expression de nos salutations distinguées.

Pierre Vanstolleghatte
Directeur général

Signé par Pierre
VANSTOLLEGATTE le
20/06/2023 14:25



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 et les Conseils
 - Examen des informations publiques relatives au Groupe
 - Analyse de l'Offre et de son cadre juridique
 - Étude de l'évolution historique du cours de l'Action et des cours des titres des sociétés retenues pour la sélection des Comparables Boursiers
 - 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 conjointe du cours de bourse de l'Action et du titre Bouygues
 - Analyse conjointe du cours de bourse de l'Action et des titres des Comparables Boursiers
 - Exploitation des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action, du titre Bouygues, et des titres d'Eiffage et de Vinci
 - Étude de la structure financière du Groupe
 - Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
 - Recherche de Transactions Comparables
 - Évaluation Multicritère et analyses de sensibilité sur les paramètres d'évaluation

- 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, qui s'établit à 340.000 € hors taxes et débours, en fonction du temps consacré à la Mission, est indépendant du dénouement de l'Offre, et correspond à une enveloppe d'environ 1.700 heures.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

> Août 2023

- 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 (28 août 2023)

> Septembre 2023

- Exploitation des informations publiques relatives à la Société
- Requêtes documentaires
- Réunions et entretiens avec la Direction, les Conseils et l'Établissement Présentateur
- Réunions avec le Comité Ad Hoc sur l'étendue de la Mission, les modalités de sa mise en œuvre et l'approche envisagée par l'Expert Indépendant pour l'Évaluation Multicritère¹⁵⁴
- Réunions avec les représentants de Bouygues
- Réunion avec les représentants d'Amundi Asset Management
- Lettre de mission de la Société
- Prise de connaissance du communiqué de l'annonce de l'Offre au marché
- Examen du rapport d'évaluation établi par l'Établissement Présentateur
- Examen du Projet de Note d'Information
- Sessions Q&A avec la Direction sur les comptes historiques, les comptes semestriels 2023 et le Plan d'Affaires
- Revue des procès-verbaux des Conseils d'Administration et des Assemblées Générales
- Étude de marché et analyse des performances historiques du Groupe
- Exploitation des notes d'analystes en charge du suivi des titres Bouygues, Eiffage et Vinci
- Recherche de références transactionnelles
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
- Analyse conjointe du cours de bourse de l'Action et du titre Bouygues
- Analyse conjointe du cours de bourse de l'Action et des titres des Comparables Boursiers
- Analyse et modélisation du Plan d'Affaires
- Élaboration du projet de Rapport

¹⁵⁴ 1^{er} septembre 2023 et 14 septembre 2023.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

> Octobre 2023

- Réunions et entretiens avec la Direction, les Conseils et l'Établissement Présentateur
- Contact avec un analyste financier en charge du suivi du titre Bouygues
- Réunion avec le Comité Ad Hoc sur les premiers résultats de l'Évaluation Multicritère¹⁵⁵
- Finalisation de l'Évaluation Multicritère
- Finalisation du projet de Rapport et présentation au Comité Ad Hoc¹⁵⁶
- Revue qualité
- Lettre de représentation de la Société et confirmations de l'Initiateur
- Finalisation du Rapport et présentation au Comité Ad Hoc¹⁵⁷ puis au Conseil d'Administration¹⁵⁸

¹⁵⁵ 2 octobre 2023.

¹⁵⁶ 10 octobre 2023.

¹⁵⁷ 12 octobre 2023.

¹⁵⁸ 13 octobre 2023.

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

> Société

- Valérie AGATHON Directrice Administration, Finance et Stratégie
- Emmanuel ROLLIN Directeur Juridique, Conformité et Risques
- Jean-Paul JORRO Directeur du Contrôle Financier
- Yannick DOLLÉ Directeur Juridique Adjoint
- Sabine GELBARD Directrice Comptabilité et Consolidation
- Thierry MÉLINE Directeur Général France Océan Indien Antilles Guyane
- John HARRINGTON Directeur Général États-Unis
- François VACHON Directeur Général Canada
- Hervé Le JOLIFF Directeur General Colas Rail
- Bernard SALA Directeur Général Adjoint Développement Responsable et Innovation

> Comité Ad Hoc

- Colette LEWINER Présidente du Comité Ad hoc et Administratrice indépendante
- Catherine RONGE Administratrice indépendante
- Didier CASAS Administrateur

> Conseil juridique du Comité Ad Hoc

Viguié Schmidt

- Yves SCHMIDT Associé
- Tanguy GRIMALD Avocat
- Louise DILE Avocat

> Conseil juridique de la Société

Darrois Villey Maillot Brochier

- Christophe VINSONNEAU Associé
- Cécile de NARP Counsel
- Léonor BOULANGER Avocat

> Initiateur

- Alain MOLUSCHI Directeur Trésorerie et Financements
- Hélène BUISSON *Head of Finance Department*

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

> Établissement Présentateur

Portzamparc

- Cyrille GONTHIER *Managing Director - Head of Corporate Finance*
- Capucine METAYER *VP - Corporate Finance*
- Arnaud DESPRE *Sell-Side Equity Analyst*
- Nicolas ROYOT *Co-Responsable Analyse Financière*
- Gino GOGO *Associate – Corporate Finance*

> Gestionnaire du FCPE de la Société

Amundi Asset Management

- Alison HUSSON *Chargée d'affaires ESR Grandes Entreprises*
- Stéphane MOREAU *Gérant de portefeuille*

> Analyste en charge du suivi de la Société

CIC Market Solutions

- Eric RAVARY *Equity analyst*

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

> Documentation relative à l'Offre

- 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
- Rapport d'évaluation de l'Établissement Présentateur

> Documentation relative à Colas

Informations juridiques

- Kbis
- Statuts
- Organigramme du Groupe
- Conventions courantes et réglementées
- Répartition du capital et des droits de vote
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2021 à 2023)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2021 à 2023)

Informations comptables et financières

- Rapports annuels (2018 à 2022)
- Rapport financier semestriel (2023)
- Communiqués sur les comptes, les résultats et le chiffre d'affaires (2021 à 2023)
- Contribution des sociétés mises en équivalence et des intérêts minoritaires (2022)
- Plan d'Affaires (2023 à 2025) et documentation associée
- Révision budgétaire 2023 (« B1 »)
- Tests de dépréciation des actifs réalisés dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés au 31 décembre 2022
- Comparaison entre les budgets et les réalisations (2020 à 2022)
- Comparaison entre les trois derniers plans d'affaires et les réalisations (2020-2022 à 2022-2024)
- Rapports adressés par les commissaires aux comptes au comité d'audit (31 décembre 2022 et 30 juin 2023)
- Notes d'analystes en charge du suivi des titres Eiffage et Vinci (2023)
- Détail des frais relatifs à la cotation de l'Action (2022)
- Support de réunion des comités d'audit (24 juillet 2023 ; 17 février 2023 ; 26 juillet 2022)
- Support de réunion d'information sur les résultats 2022 du Groupe (23 février 2023)
- Support de présentation des principales implantations du Groupe
- Documentation relative au FCPE et inventaire du portefeuille (22 septembre 2023)

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

> Documentation relative à Bouygues

Informations juridiques

- Note d'information établie par Bouygues relative à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de Bouygues Construction initiée par Bouygues (visa AMF n°[21-023](#))
- Note d'information établie par Bouygues Construction en réponse à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de Bouygues Construction initiée par Bouygues (visa AMF n°[21-024](#))
- Avis financier relatif à l'offre publique d'échange simplifiée initiée par Bouygues sur les actions Colas (25 juillet au 31 août 2000)

Informations comptables et financières

- Document d'enregistrement universel (2022)
- Rapport financier semestriel (2023)
- Communiqués sur les comptes, les résultats et le chiffre d'affaires (2021 à 2023)
- Notes d'analystes en charge du suivi du titre Bouygues (2023)

> Documentation sectorielle

- Euroconstruct, « *95th Euroconstruct, Summary report* », Summer 2023
- FMI, « *North American Engineering and Construction Outlook* », July 2023
- Mordor Intelligence, « *Secteur des infrastructures au Canada – Analyse de la taille et des parts – Tendances et prévisions de croissance (2023-2028)* » (extrait)
- Research and Markets, « *Roads Global Market Report 2023* », May 2023 (extrait)
- Xerfi, « *Les travaux routiers, Conjoncture et prévisions 2023, Analyse de la concurrence et des nouveaux équilibres, Performances financières des entreprises* », juillet 2023
- Xerfi, « *Bouygues, Dynamique du groupe et de ses activités, Environnement concurrentiel et perspectives stratégiques* », avril 2023

> Sites d'informations

Société et Comparables Boursiers

- Colas, <https://www.colas.com/>
- Balfour Beatty, <https://www.balfourbeatty.com/>
- Hochtief, <https://www.hochtief.com/>
- Implenia, <https://implenia.com/>
- Kier, <https://www.kier.co.uk/>
- Morgan Sindall, <https://www.morgansindall.com/>
- NCC, <https://www.ncc.com/>
- Porr, <https://porr-group.com/>
- Strabag, <https://www.strabag.com/>

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

➤ Sites d'informations (suite)

Autres sociétés

- Bouygues, <https://www.bouygues.com/>
- Eiffage, <https://www.eiffage.com/>
- Vinci, <https://www.vinci.com/>

Autres sites

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
- FMI, <https://www.imf.org/fr/Home>

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 (2017 à 2023) 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 :

> **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)

> **Stéphanie GUILLAUMIN, Associée**

- Toulouse Business School – Programme Grande École, Master Banque et Marchés Financiers
- Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- CIIA (Certified International Investment Analysts) – SFAF (Société Française des Analystes Financiers)
- Membre de l'APEI et de la SFEV

> **Jonathan NILLY, Directeur**

- 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

> **Nicolas MICHEL, Responsable de mission**

- IESEG School of Management – Master en Finance d'Entreprise
- Faculté de Droit de Lille – Diplôme Universitaire en Droit des Affaires

> **Laure CAPANNA, Analyste**

- Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne – Magistère finance
- Toulouse School of Economics – Licence

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

- **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble, Revue qualité**
 - Expert-comptable et commissaire aux comptes
 - MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
 - Expert près la Cour d'Appel de Paris
 - Présidente 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)

ANNEXE 7 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES DEPUIS 2017

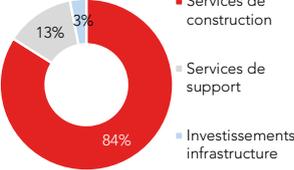
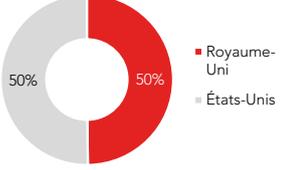
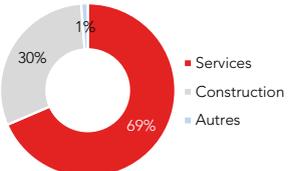
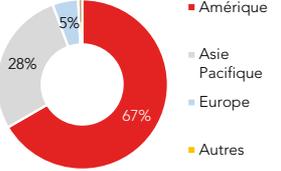
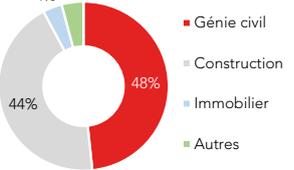
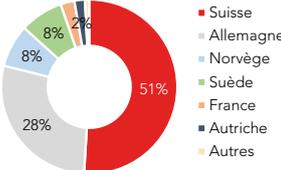
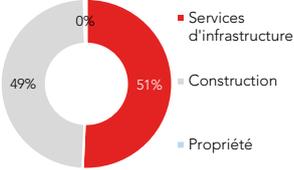
Expertises indépendantes

Année	Société	Établissement(s) présentateur(s)
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
2019	Tereis	Goldman Sachs Paris et Cie, Natixis
2019	MBWS	*
2019	Selectirente	Rothschild Martin Maurel
2019	Locindus	Natixis
2018	Baccarat	Société Générale
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paris, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild

* : Rachat d'actions / Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

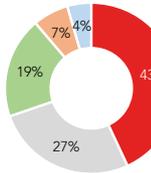
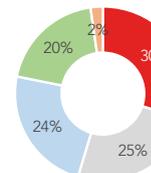
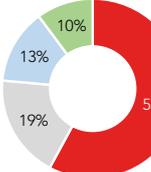
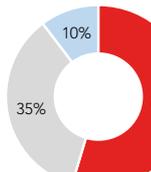
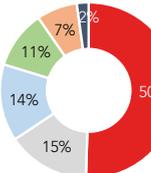
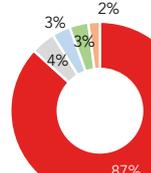
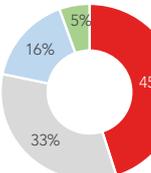
ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

Description des Comparables Boursiers

Société	Pays	Cap. Boursière (3 mois M€)	CA 2022 (M€)	% EBIT 2022 Post IFRS 16	Chiffre d'affaires par activité	Chiffre d'affaires par région
Balfour Beatty		2 180	8 601	1,9%	 <ul style="list-style-type: none"> Services de construction Services de support Investissements infrastructure 	 <ul style="list-style-type: none"> Royaume-Uni États-Unis
Hochtief		7 030	26 219	2,6%	 <ul style="list-style-type: none"> Services Construction Autres 	 <ul style="list-style-type: none"> Amérique Asie Pacifique Europe Autres
Implenia		717	3 606	3,9%	 <ul style="list-style-type: none"> Génie civil Construction Immobilier Autres 	 <ul style="list-style-type: none"> Suisse Allemagne Norvège Suède France Autriche Autres
Kier Group		460	3 655	1,4%	 <ul style="list-style-type: none"> Services d'infrastructure Construction Propriété 	

ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS (suite)

Description des Comparables Boursiers

Société	Pays	Cap. Boursière (3 mois M€)	CA 2022 (M€)	% EBIT 2022 Post IFRS 16	Chiffre d'affaires par activité	Chiffre d'affaires par région
Morgan Sindall Group		1 063	4 073	2,4%	 <ul style="list-style-type: none"> Construction et infrastructure Aménagement Partenariat pour le logement Régénération urbaine Services immobiliers 	
NCC		947	4 865	2,5%	 <ul style="list-style-type: none"> Infrastructure Construction - Suède Construction - Pays nordiques Industrie Développement immobilier 	 <ul style="list-style-type: none"> Suède Danemark Norvège Finlande
Porr		478	7 596	2,1%	 <ul style="list-style-type: none"> Génie civil Construction Autres 	 <ul style="list-style-type: none"> Suisse / Autriche Pologne CEE Infrastructure internationale Autres
Strabag		3 885	17 042	4,1%	 <ul style="list-style-type: none"> Construction Matériaux de construction Gestion des installations Développement de projet Autres 	 <ul style="list-style-type: none"> Allemagne Reste de l'Europe Autriche Reste du Monde

ANNEXE 9 : CRITÈRES DE SÉLECTION DES COMPARABLES BOURSIERS

Matrice de sélection des Comparables Boursiers

Société	Pays	Activité	Implantation géographique	Taille	Retenu par l'Établissement Présentateur
Balfour Beatty		✓	✓	✓	✓
Hochtief		✓	✓	✓	✓
Implenia		✓	✓	✗	✓
Kier Group		✓	✓	✗	✓
Morgan Sindall Group		✓	✓	✓	✓
NCC		✓	✓	✗	✓
Porr		✓	✓	✗	✗
Strabag		✓	✓	✓	✓

ANNEXE 10 : PRÉSENTATION DES TRANSACTIONS COMPARABLES

Transactions Comparables

Date	Acquéreur	Cible	xEBIT (avec prime de contrôle)	xEBIT (hors prime de contrôle)
sept.-22	ACS	Hochtief	5,8x	5,0x
Moyenne			5,8x	5,0x

Sources : MergerMarket, analyses Ledouble

ANNEXE 11 : EXPLOITATION DES NOTES D'ANALYSTES D'EIFPAGE ET DE VINCI

Valorisation analogique par référence aux multiples d'EBIT ressortant des notes d'analystes Eiffage et Vinci

Analystes	Date de publication	VE Groupe (M€)	Endettement financier net (M€)	Capitaux propres (M€)	Nombre d'Actions (M)	Valeur par Action (€)
<i>Eiffage</i>						
UBS	04/09/2023	3 475	(1 548)	1 927	32,6	59,0 €
Morgan Stanley	25/08/2023	3 757	(1 548)	2 208	32,6	67,7 €
JPMorgan	12/07/2023	3 478	(1 548)	1 929	32,6	59,1 €
BofA	11/05/2023	4 063	(1 548)	2 514	32,6	77,0 €
RBC	07/03/2023	4 347	(1 548)	2 799	32,6	85,7 €
Société Générale	06/03/2023	3 774	(1 548)	2 225	32,6	68,2 €
Barclays	01/03/2023	3 869	(1 548)	2 321	32,6	71,1 €
<i>Vinci</i>						
Jefferies	03/08/2023	4 567	(1 548)	3 019	32,6	92,5 €
UBS	01/08/2023	3 462	(1 548)	1 913	32,6	58,6 €
Morgan Stanley	31/07/2023	4 068	(1 548)	2 519	32,6	77,2 €
JP Morgan	31/07/2023	3 480	(1 548)	1 932	32,6	59,2 €
Oddo	20/06/2023	4 811	(1 548)	3 263	32,6	100,0 €
Plus haut		4 811		3 263		100,0 €
Plus bas		3 462		1 913		58,6 €
Moyenne		3 929		2 381		72,9 €
Médiane		3 821		2 273		69,6 €

Source : Analyses Ledouble

ANNEXE 12 : 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, 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.