



SOCIETE FINANCIERE DES CAOUTCHOUCS

SOCFIN s.A.

Siège social
4, AVENUE GUILLAUME
L-1650 LUXEMBOURG
Téléphone (352) 44 28 77
Téléfax (352) 44 28 77 50
E-mail: info@socfin.com
www.socfin.com

Luxembourg, le 28 mai 2024

Ad hoc notice

Divulgateion d'une information privilégiée selon l'article 17 du règlement (UE) n° 596/2014

Deuxième expert indépendant notifie son juste prix

Le 28 mai 2024, conformément à l'article 4(7) de la loi du 21 juillet 2012 relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire de titres de sociétés admis ou ayant été admis à la négociation sur un marché réglementé ou ayant fait l'objet d'une offre au public (**Loi Retrait Rachat**), le deuxième expert a fourni son rapport d'évaluation (le **Deuxième Rapport d'évaluation**) à la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), à la Société Financière des Caoutchoucs (SOCFIN), société anonyme, (ISIN LU0027967834) (SOCFIN), et à la société Administration and Finance Corporation (AFICO) en tant qu'actionnaire majoritaire (l'**Actionnaire Majoritaire**).

Le juste prix selon le Deuxième Rapport d'évaluation est de 32,0 € par action SOCFIN, dividende attaché.

Les communiqués publiés par la société Administration and Finance Corporation (AFICO) en tant qu'actionnaire majoritaire au sens de l'article 3(1) de la Loi Retrait Rachat et/ou de SOCFIN dans le cadre de la procédure de retrait sous la Loi Retrait Rachat sont accessible sous 'Documents' sur le site web <https://www.luxse.com/issuer/SocFinCaoutchcs/24707>.

Philippe Fabri
Administrateur

François Fabri
Administrateur



Rapport d'évaluation
dans le cadre du retrait obligatoire initié par AFICO
sur les actions SOCFIN

Mai 2024

Transactions & Investments

Disputes & Crises

Corporate Strategy & Finance

Business Performance

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

1.1. Contexte et objectif de la mission

Société Financière des Caoutchoucs (« **SOCFIN** », la « **Société** ») est une société luxembourgeoise, holding de tête du groupe SOCFIN (le « **Groupe** ») dont l'activité principale est l'exploitation d'un portefeuille de Sociétés de Plantations de palmiers à huile et d'hévéas situées en Afrique et en Asie du Sud-Est.

Créée en 1959, la Société est cotée à la Bourse de Luxembourg depuis 1960. Au 29 mai 2023, SOCFIN affiche une capitalisation boursière d'environ 294,5 m€ (soit 20,80 € par action au 29 mai 2023). A cette date, la Société est contrôlée par la famille Fabri qui détient directement et au travers de la société *Administration and Finance Corporation* (« **AFICO** ») 55,38% du capital et des droits de vote de la Société¹. Le groupe *Bolloré* et ses filiales détiennent 39,75% du capital et des droits de vote. Le solde du capital est détenu par des actionnaires minoritaires (4,87%).

Le 30 mai 2023, SOCFIN a annoncé :

- (i) qu'AFICO et le groupe *Bolloré* avaient conclu un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert ayant pour conséquence le franchissement du seuil de 95% du capital de SOCFIN (ci-après le « **Concert** »),
- (ii) que du fait de ce franchissement de seuil, AFICO (« **l'Initiateur** »), en tant qu'actionnaire majoritaire, entendait mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») visant les 689 337 actions non détenues par le Concert, conformément à l'article 4(1) de la loi du 21 juillet 2012 relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire de titres de sociétés admis ou ayant été admis à la négociation sur un marché réglementé ou ayant fait l'objet d'une offre au public (la « **Loi Retrait Rachat** »),
- (iii) qu'à l'issue du Retrait Obligatoire, le groupe *Bolloré* céderait une participation pouvant atteindre jusqu'à 5% du capital de SOCFIN au groupe familial Fabri, au prix du Retrait Obligatoire.

L'article 4(4) de la Loi Retrait Rachat stipule que le retrait obligatoire doit être exercé « à un juste prix sur base de méthodes objectives et adéquates pratiquées en cas de cessions d'actifs. » et en application de l'article 4(5) de la Loi, AFICO

¹ Sur la base d'un nombre total de 14 159 270 actions de la Société.

a mandaté le 10 mai 2023 le cabinet *BHB & Partners* (« **BHB** ») en qualité d'expert indépendant afin de déterminer le juste prix à proposer dans le cadre du Retrait Obligatoire envisagé.

Le 29 juin 2023, AFICO a annoncé proposer aux actionnaires de SOCFIN un prix de 30,85 € par action, sur la base des conclusions du rapport établi par le cabinet BHB et daté du même jour (le « **Rapport BHB** »), soit une prime de 48% offerte par rapport au cours de clôture du 29 mai 2023.

Plusieurs actionnaires minoritaires de SOCFIN ont fait usage de leur droit d'opposition sur les termes du retrait obligatoire envisagé en vertu de l'article 4(6) de la Loi Retrait Rachat.

Dans ce contexte, et après avoir examiné les candidatures de cinq experts proposés par SOCFIN, la CSSF, AFICO et SOCFIN ont mandaté *Accuracy*, dans une lettre de mission daté du 7 décembre 2023, en qualité d'expert indépendant afin de leur soumettre un second rapport d'évaluation des actions SOCFIN à la même date que celle retenue par BHB pour ses travaux, soit le 23 juin 2023 (la « **Date d'Evaluation** »).

Sur la base du Rapport BHB et du présent rapport, la CSSF déterminera le prix auquel le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre.

Le présent rapport d'expertise est donc un rapport d'évaluation au sens du paragraphe 7 de l'article 4 de la Loi Retrait Rachat. Il a pour objectif d'estimer le juste prix qui pourrait être versé aux actionnaires minoritaires de SOCFIN en rémunération du retrait de leurs titres (le « **Juste Prix** »).

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique du contexte et de l'objectif de la mission, de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuée au cours de vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente les caractéristiques opérationnelles de la Société, aussi bien d'un point de vue financier que boursier. Nous en tirons un certain nombre de conséquences sur la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans le cadre de la présente expertise. La troisième partie de ce rapport examine les différentes références d'évaluation disponibles tant pour l'évaluation du Groupe que pour celle de certaines de ses entités, dans le respect d'une approche multicritères. La quatrième partie détaille les travaux d'évaluation des sociétés de plantations du Groupe réalisés par *Accuracy*. La cinquième partie détaille les travaux d'évaluation des autres sociétés du Groupe (sociétés de services et holdings). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur l'estimation de la valeur de l'action SOCFIN et le Juste Prix dans le contexte du Retrait Obligatoire.

1.2. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, Afrique, Amérique du Nord et Asie, Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 640 consultants (dont près de 270 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

Accuracy intervient régulièrement en tant qu'expert indépendant dans le cadre d'offres publiques portant sur des sociétés cotées soumises à l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») en France. Au cours des vingt-quatre derniers mois, Accuracy a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes.

Figure 1 | Attestations réalisées par Accuracy au cours des 24 derniers mois

Date de dépôt	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
Nov-23	Orapi	Paredes	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	BNP Paribas et Crédit Industriel et Commercial
Sep-23	Evolis	HID Global	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	BNP Paribas
Aug-23	Biorcorp Production	Novo Nordisk	Offre publique d'achat simplifiée	Lazard Frères et Portzamparc
Oct-22	Le Tanneur & Cie	Tolomei Participations et Qatar Luxury Group	Offre publique de retrait	Natixis

1.3. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'Accuracy, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny, Directeurs.

- Henri Philippe dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également

maître de conférences à l'*Ecole des Ponts ParisTech* et chargé de cours au *Groupe HEC*.

- Guillaume Charton a une expérience de plus de quinze ans dans le conseil financier et est spécialisé en évaluation. Il a notamment participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Guillaume Charton est diplômé d'*HEC*.
- Mathilde de Montigny a une expérience de plus de vingt ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a notamment participé à une vingtaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Mathilde de Montigny est diplômée de l'*Université Paris-Dauphine*.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny ont été assistés par deux consultants expérimentés disposant de plus de cinq ans d'expérience en conseil financier et de deux consultants juniors.

1.4. Déclaration d'indépendance

Accuracy a joint à ce document une déclaration d'indépendance détaillée (cf. Annexe 2).

A ce titre, *Accuracy* confirme qu'au cours des 18 derniers mois, elle n'a effectué aucune mission pour la Société ou ses actionnaires directs ou indirects qui soit susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

Néanmoins, sur cette période, *Accuracy* a réalisé certaines missions pour le compte de *Bolloré* et *Vivendi*. Les honoraires relatifs à ces missions représentent moins de 1% du chiffre d'affaires d'*Accuracy* sur la période.

1.5. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 150 000 euros hors taxes, frais et débours divers (lesquels s'élèvent à six pour cent de nos honoraires hors taxes).

1.6. Diligences effectuées

1.6.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du contexte de l'opération, de la vie boursière de l'action *SOCFIN* sur la période récente et de la liquidité de ce titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers,

-
- analyse de la performance financière historique et prévisionnelle de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** »), à partir des rapports annuels de la période récente et des prévisions élaborées par les dirigeants pour les sociétés de plantations pour la période 2023-2046,
 - entretiens avec les dirigeants de la Société (ci-après le « **Management** »), portant notamment sur la présentation de la Société, son historique, ses perspectives, sa situation financière, etc.,
 - entretiens avec des représentants d'*Alcé Equity Advisory*, conseil de la Société,
 - entretien avec *BHB & Partners*,
 - examen critique des références d'évaluation représentées par les cours de bourse sur la période récente,
 - évaluation des actions de la Société selon une démarche par « somme des parties » consistant à évaluer séparément les différentes participations de la Société, dans le respect d'une approche multicritère, c'est-à-dire en utilisant l'ensemble des références et méthodes d'évaluation disponibles et considérées comme pertinentes dans chaque cas d'espèce.
 - examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres des entités évaluées,
 - dans le cadre de la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*), examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et des paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation,
 - dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes,
 - analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société,
 - obtention d'une lettre d'affirmation de la part de la Société,
 - rédaction du présent rapport d'expertise.

Notre mission s'est déroulée du 7 décembre 2023, date de notre nomination par AFICO, SOCFIN et la CSSF, au 28 mai 2024, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec l'Initiateur, la Société, les conseils de la Société et BHB :

- Semaine du 11 décembre 2023 au 15 décembre 2023 : réunion introductive avec *Alcé Equity Advisory*,
- Semaine du 18 décembre 2023 au 22 décembre 2023 : deux réunions de lancement des travaux avec le Management,
- Semaine du 2 janvier 2024 au 5 janvier 2024 : réunion avec le Management relative aux plans d'affaires des Sociétés de Plantations,
- Semaine du 8 janvier 2024 au 12 janvier 2024 : réunion de suivi avec *Alcé Equity Advisory*,
- Semaine du 15 janvier 2024 au 19 janvier 2024 : réunion avec *BHB & Partners* relative à leur méthodologie d'évaluation et réunion avec le Management relative aux éléments intragroupes et l'évolution de la situation financière entre la date d'arrêt des comptes au 31/12/2022 et la date d'évaluation au 23/06/2023,
- Semaines du 22 janvier 2024 au 5 février : réunion avec le Management relative aux plans d'affaires et aux éventuels risques supportés par la Société.
- Semaine du 25 mars : réunion avec la Société afin d'obtenir certains éléments factuels en réponse aux observations formulées par la CSSF,
- Semaine du 6 mai 2024 : réunion avec la Société afin d'obtenir certains éléments factuels en réponse aux observations formulées par la CSSF,
- Semaine du 13 mai 2024 : entretien téléphonique avec la CSSF.

1.6.2. Informations utilisées

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le Management de la Société, à savoir :

- les liasses fiscales de toutes les entités du Groupe et de la Société pour l'année 2022,
- les plans d'affaires des 14 sociétés de plantations couvrant la période 2023-2046 élaborés par le Management (les « **Plans d'Affaires** »),
- les rapports d'expertise en évaluations immobilières relatifs aux actifs exploités par la Société,
- les comptes contributifs consolidés de *SOCFIN* pour 2022,

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

-
- le rapport d’expertise indépendante élaboré par *BHB Partners* le 29 juin 2023,
 - les rapports annuels et semestriels ainsi que les communiqués de presse de la Société et de ses filiales cotées,
 - des rapports annuels de sociétés comparables,
 - des informations de marché diffusées par les bases de données financières *Capital IQ*, *Mergermarket*, *Bloomberg* et le *Fonds Monétaire International*,
 - des notes d’analyses diffusées par les agences de notation *S&P*, *Coface* et *Moody’s*
 - les estimations de primes de risque pays publiées par M. Aswath Damodaran, professeur à la *Stern School of Business* de l’université de New York,
 - des informations provenant du site *Btrade* tenu par *Bank Of Africa* concernant les pourcentages de retenues à la source sur dividende dans les pays d’implantation des différentes Sociétés de Plantations.

A l’exception du Rapport BHB, et conformément aux termes de notre mission, aucune information postérieure à la Date d’Evaluation n’a été prise en compte dans nos travaux.

1.6.3. Listes des principaux interlocuteurs

Dans le cadre de nos travaux, nous avons échangé principalement avec les personnes suivantes :

- Philippe Fabri, Administrateur, SOCFIN,
- Daniel Haas, Administrateur et Directeur Comptable, SOCFIN,
- Baptiste Bonneau, Responsable du Contrôle Financier, SOCFIN,
- Vincent Rietzler, Co-Fondateur & Managing Partner, *Alcé Equity Advisory*,
- Edouard Narboux, Co-Fondateur & Managing Director, *Alcé Equity Advisory*.

1.6.4. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les dirigeants ou les conseils de la Société nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par les dirigeants de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de la Société et des explications orales données par le Management sur ses perspectives de développement.

Dans le cadre de notre mission, nous avons également obtenu de la part de la Société une lettre d'affirmation (Annexe 11)

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

2. Présentation de la Société et implications sur la démarche d'évaluation

2.1. Présentation de la Société

2.1.1. *Un groupe de production d'huile de palme et de caoutchouc naturel à l'organigramme complexe...*

SOCFIN, acronyme de « Société Financière des Caoutchoucs », est la société de tête du groupe SOCFIN, créé en 1959 et spécialisé dans le domaine de la plantation et de la production de l'huile de palme (l'activité « **Huile de Palme** ») et de caoutchouc naturel (l'activité « **Caoutchouc** »). Le Groupe est présent dans huit pays d'Afrique Centrale et de l'Ouest et deux pays d'Asie du Sud-Est. Il regroupe notamment quatorze sociétés exploitant des plantations agro-industrielles de palmiers à huile et d'hévéas (respectivement les « **Sociétés de Plantations** » et les « **Plantations** »). Le Groupe exploite une surface totale de 191 000 hectares (68 % de palmiers à huile et 32 % d'hévéas) et compte près de 35 000 employés.

L'activité du Groupe recouvre la gestion des plantations, la récolte, l'achat auprès de tiers et la transformation des fruits du palmier à huile et de la sève d'hévéa et la commercialisation de l'huile de palme et du caoutchouc.

S'agissant du caoutchouc naturel, la matière première utilisée provient pour deux tiers des Sociétés de Plantations du Groupe et pour le solde d'achats externes à de petits exploitants.

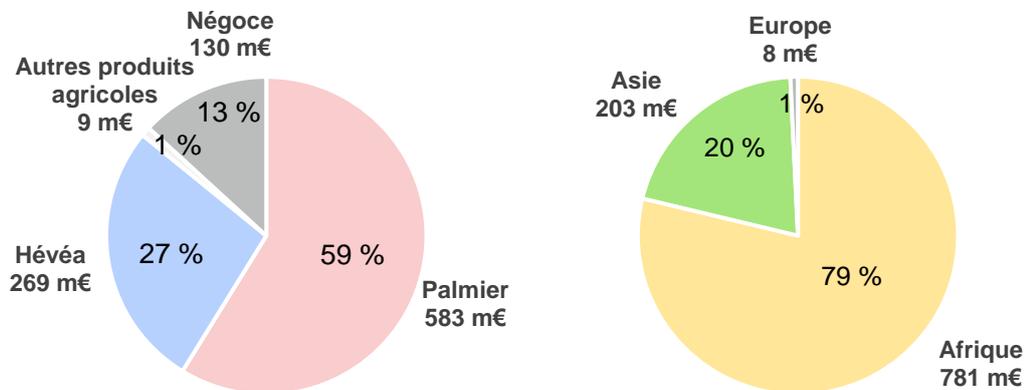
Les débouchés commerciaux du caoutchouc naturel produit par le Groupe sont principalement les pneumaticiens et, dans une moindre mesure, le secteur automobile, des adhésifs ou encore des équipements industriels.

S'agissant de l'huile de palme, les volumes produits sont soit commercialisés localement (pour les Plantations Africaines, où elle est le principal corps gras alimentaire consommé), soit vendus sur des marchés mondiaux (en Asie du Sud-Est) où elle est principalement utilisée dans le secteur agroalimentaire et cosmétique.

Les Plantations sont généralement exploitées en vertu d'accords de concessions, la part des plantations détenues en propre par le Groupe étant marginale.

Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe s'élève à 992 m€ en 2022, réparti comme présenté dans la **Figure 2** ci-dessous.

Figure 2 | Répartition du CA consolidé par secteur d'activité et origine



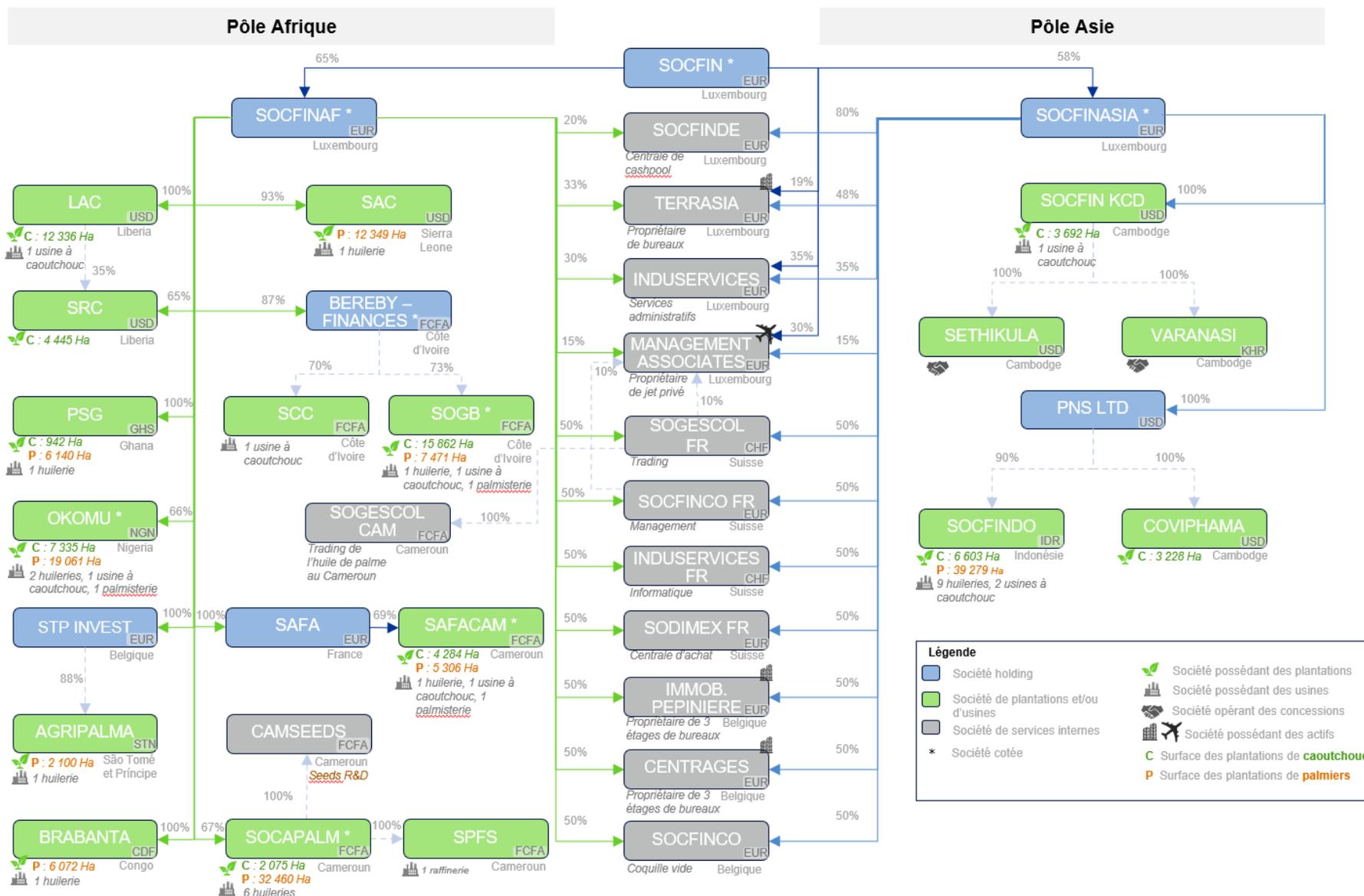
Source : Rapport annuel SOCFIN 2022

Note : Le segment « Autres produits agricoles » correspond à la production et à la commercialisation de graines de palmier à huile. Le segment « Négoce » correspond en grande partie au chiffre d'affaires généré par les Sociétés de Service en Europe.

Le Groupe comprend 36 sociétés qui peuvent être regroupées en trois catégories :

- (i) deux pôles géographiques principaux représentés par les sociétés SOCFINAF et SOCFINASIA et leurs filiales,
- (ii) des sociétés de services internes,
- (iii) des sociétés *holdings* n'ayant pas d'activité opérationnelle propre (au-delà de certaines fonctions administratives).

Organigramme du Groupe au 31/12/2022



2.1.1.1. Pôle Afrique - SOCFINAF (64 % du chiffre d'affaires consolidé)

Le Pôle Afrique est constitué de SOCFINAF, société cotée sur la Bourse de Luxembourg, et de ses filiales. SOCFINAF détient directement ou indirectement onze Sociétés de Plantations situées dans huit pays et couvrant une surface de 138 000 Ha (dont 66% de palmiers à huile et 34% d'hévéas). SOCFINAF dispose de quatorze huileries (pour le pressage des fruits du palmier), trois palmisteries (pour l'extraction d'huile à partir des noyaux des fruits du palmier), d'une raffinerie d'huile et de cinq usines de séchage de caoutchouc.

SOCFINAF a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 637 m€ en 2022 dont 65% est généré par l'activité Huile de Palme et 35 % par l'activité Caoutchouc.

Le Pôle Afrique a fait l'objet d'investissements importants sur la période 2010-2015 et est aujourd'hui en partie financé par des prêts intragroupe accordés par SOCFIN (135 m€ au 31 décembre 2022), eux-mêmes permis par un prêt intragroupe accordé par SOCFINASIA (100 m€ au 31 décembre 2022). Les créances et dettes associées à ces financements intragroupes seront désignés « **Créances de Financement IG** » et « **Dettes de Financement IG** » dans la suite du rapport.

SOCFINAF détient quatre filiales cotées sur des bourses locales : OKOMU², SOCAPALM³, SAFACAM⁴ et SOGB⁵.

2.1.1.2. Pôle Asie - SOCFINASIA (20 % du chiffre d'affaires consolidé)

Le Pôle Asie est constitué de SOCFINASIA, société cotée à la Bourse de Luxembourg, et ses filiales. SOCFINASIA détient directement ou indirectement trois Sociétés de Plantations situées dans deux pays (Indonésie et Cambodge) et couvrant une surface de 53 000 Ha (dont 74% de palmiers à huile et 26% d'hévéas). SOCFINASIA dispose de neuf huileries et de trois usines de séchage du caoutchouc.

SOCFINASIA a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 202 m€ en 2022, dont 85% est généré par l'activité Huile de Palme et 11% par l'activité Caoutchouc et le solde par d'autres produits agricoles.

Les plantations du Pôle Asie sont plus anciennes que celles du Pôle Afrique. Le Pôle Asie est donc plus mature et fortement générateur de trésorerie pour le

² Société cotée au Nigerian Stock Exchange.

³ Société cotée à la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale.

⁴ Société cotée à la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale.

⁵ Société cotée à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (bourse d'Abidjan).

Groupe. Ceci a permis notamment de financer, via SOCFIN, des investissements en Afrique à hauteur de 100 m€.

2.1.1.3. Sociétés de services

Le Groupe dispose également de sociétés de services internes (« **Sociétés de Services** ») principalement situées en Europe et détenues conjointement par SOCFINAF et SOCFINASIA.

- SOGESCOL FR est la société de négoce (*trading*) du Groupe qui assure la commercialisation et l'exportation notamment d'huile de palme (pour la part produite en Asie) et du caoutchouc. Cette société génère une marge de négoce de l'ordre de 3% du chiffre d'affaires.
- SOCFINCO FR est la société de services d'études et de gestion des Sociétés de Plantations, qui emploie notamment tous les employés expatriés.
- TERRASIA, PEPINIERE et CENTRAGES détiennent des bureaux utilisés par le Groupe ou loués à des tiers.
- MANAGEMENT ASSOCIATES détient un avion qui assure des services de transport pour les besoins du Groupe.

Il existe également d'autres Sociétés de Services qui assurent des fonctions diverses : gestion informatique, logistique et approvisionnement, comptabilité et gestion administrative et financière ou encore R&D et production de semences (CAMSEEDS). Ces autres Sociétés de Services⁶ n'ont pas vocation à générer de marge opérationnelle, l'intégralité de leurs coûts étant refacturée aux Sociétés de Plantations et aux sociétés *holdings*.

Nous décrivons en Annexe 4 les différentes activités des Sociétés de Services.

2.1.2. **Un portefeuille de Plantations rentable qui masque des situations très diverses**

Le Groupe a dégagé en 2021 et 2022 une rentabilité sur capitaux employés après impôts (ou « **ROCE** ») de l'ordre de 20%. Cette rentabilité résulte (i) d'une marge opérationnelle avant impôts relativement élevée (de l'ordre de 25% à 30%) (ii) pour une intensité capitalistique moyenne (rotation des capitaux employés légèrement inférieure à 1,0).

⁶ SOGESCOL FR, SOCFINCO FR, CENTRAGES, SOCFINDE, PEPINIERE, SODIMEX FR, CAMSEEDS, MANAGEMENT ASSOCIATES, INDUSERVICES FR, SOCFINCO, TERRASIA, INDUSERVICES, SOGESCOL CAM qui sont présentées en Annexe 4.

Le Groupe dégage ainsi une rentabilité supérieure à celle exigée sur l'activité (telle qu'estimée en section 4.3.4) qui demeure une activité agricole dont les volumes de production sont relativement réguliers d'une année sur l'autre (pour une plantation mature) et dont une partie seulement des ventes est dépendante des fluctuations des cours mondiaux.

Ce niveau de rentabilité consolidée masque néanmoins des situations très diverses.

Figure 3 | Caractéristiques opérationnelles des Sociétés de Plantations

Société	Pays	Effectif	Surfaces plantées (Ha)			Age moyen des plantations (an)		Usines		Production en 2022 (T)		Rendement (T/Ha)	
			Hévéas	Palmiers	Total	Hévéas	Palmiers	Caoutchouc	Huile de palme	Caoutchouc	Huile de palme	Caoutchouc	Huile de palme
AGRIPALMA	São Tomé et Príncipe	753	-	2 100	2 100	n.a.	12,0	-	1 huilerie	-	6 430	-	3,1
BRABANTA	DR Congo	2 651	-	6 072	6 072	n.a.	12,9	-	1 huilerie	-	13 769	-	2,3
LAC	Liberia	4 557	12 336	-	12 336	18,5	n.a.	1 usine à caoutchouc	-	27 401	-	2,2	-
SRC	Liberia	850	4 445	-	4 445	12,4	n.a.	-	-	-	-	-	-
OKOMU	Nigeria	5 976	7 335	19 061	26 396	14,7	15,4	1 usine à caoutchouc	2 huileries, 1 palmisterie	8 124	54 091	1,1	2,8
PSG	Ghana	2 315	942	6 140	7 082	8,7	8,8	-	1 huilerie	-	25 375	-	4,1
SAC	Sierra Leone	4 876	-	12 349	12 349	n.a.	10,7	-	1 huilerie	-	51 919	-	4,2
SAFACAM	Cameroun	3 105	4 284	5 306	9 590	16,2	16,8	1 usine à caoutchouc	1 huilerie, 1 palmisterie	6 377	16 526	1,5	3,1
SOCAPALM	Cameroun	7 334	2 075	32 460	34 535	15,0	17,3	-	6 huileries	-	146 232	-	4,5
SPFS	Cameroun	33	-	-	-	n.a.	n.a.	-	1 raffinerie	-	-	-	-
SCC	Côte d'Ivoire	447	-	-	-	n.a.	n.a.	1 usine à caoutchouc	-	39 554	-	-	-
SOGB	Côte d'Ivoire	5 973	15 862	7 471	23 333	16,0	20,3	1 usine à caoutchouc	1 huilerie, 1 palmisterie	65 815	35 301	4,1	4,7
SOCFIN KCD	Cambodge	848	3 692	-	3 692	12,9	n.a.	1 usine à caoutchouc	-	6 018	-	1,6	-
COVIPHAMA	Cambodge	186	3 228	-	3 228	10,8	n.a.	-	-	-	-	-	-
SOCFINDO	Indonésie	10 066	6 603	39 279	45 882	15,3	15,2	2 usines à caoutchouc	9 huileries	6 896	179 516	1,0	4,6
Total		49 970	60 802	130 238	191 040	15,4	15,2	8 usines à caoutchouc	23 huileries, 3 palmisteries, 1 raffinerie	160 185	529 159	2,6	4,1

Note : Les sociétés indiquées en orange et en vert appartiennent respectivement au pôle Afrique (SOCFINAF) et au pôle Asie (SOCFINASIA)

Sources : Rapports annuels SOCFIN 2022, SOCFINAF 2022 et SOCFINASIA 2022, Management

La **Figure 3** ci-dessus permet de constater que les Plantations ont des profils hétérogènes en termes de :

- Taille : des exploitations peuvent aller de 2 100 ha pour la plus petite (AGRIPALMA) à 35 000 ha pour la plus grande (SOCAPALM).
- Situations géographiques : en matière de typologies de sols, de conditions hydriques et météorologiques, conditions logistiques.



-
- Age des arbres : un arbre commence à produire de l'huile de palme ou du caoutchouc respectivement 4 ans et 7 ans après leur plantation et a une durée de vie totale de l'ordre de 30 ans avec des rendements qui évoluent avec le temps. L'âge moyen des arbres d'une Plantation a donc un impact sur le rendement et les perspectives de croissance de la Plantation.
 - Maturité : certaines exploitations, généralement plus anciennes, ont des cycles de plantations qui se sont progressivement lissés au cours du temps. Les exploitations les plus récentes ont été plantées sur quelques années seulement, ce qui impacte à la fois le rendement des plantations et concentre le cycle d'investissement de renouvellement des arbres.
 - Risques agricoles : certaines Plantations sont exposées à des risques agricoles (par exemple, la société BRABANTA, située en RDC, est affectée par un champignon qui entraîne des pertes de rendement très significatives).⁷
 - Emprises industrielles : si la plupart des Sociétés de Plantations disposent d'un outil agro-industriel leur permettant de transformer sur place la matière première récoltée, certaines Sociétés de Plantations n'en sont pas dotées et d'autres n'ont à l'inverse qu'une activité de transformation / commercialisation (comme SCC).

Tous ces facteurs expliquent que les rendements agricoles puissent varier de façon importante d'une Plantation à l'autre. A titre d'illustration en 2022, les rendements agricoles étaient compris entre 2 et 5 t/Ha/an pour l'huile de palme et 1 et 4 t/Ha/an pour le caoutchouc.

Il en résulte que :

- Certaines Sociétés de Plantations dégagent une rentabilité sur capitaux employés largement supérieure à celle du Groupe (et au coût d'opportunité du capital estimé en section 4.3.4) impliquant un supplément de rentabilité, aussi appelé « **Rente Economique** » parfois très important.
- A l'inverse, l'activité d'une Société de Plantations comme BRABANTA est fortement déficitaire sans perspective de retournement immédiat, si bien que le Groupe s'interroge sur son devenir à court / moyen terme.

2.1.3. De nombreux risques à court et moyen/long terme

Si les volumes de production des Sociétés de Plantations sont relativement réguliers, l'activité reste soumise à un certain nombre de risques à court et moyen/long terme.

⁷ Pour atténuer ces risques, la Société développe depuis 2014 des semences de palmiers à huile issues de programme de sélection assurant ainsi une meilleure productivité des arbres tout en limitant le recours aux produits phytosanitaires par une résistance accrue aux maladies.



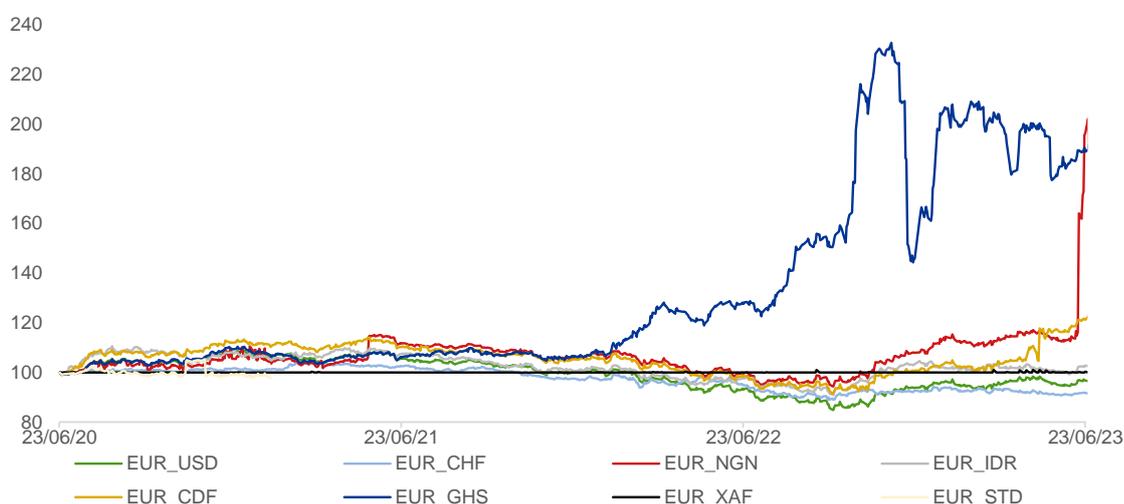
Variations et contraintes de change

L'activité de la Société est conduite en grande partie en monnaie locale. Or, ces taux de change peuvent être soumis à de fortes variations (notamment en Afrique) qui résultent pour les pays concernés de l'évolution de leur situation économique et politique, de mesures de politique monétaire ou encore de contrôle des changes.

La **Figure 4** montre par exemple la brusque dépréciation du Naira (devise officielle du Nigeria où OKOMU est implantée) et du Cedi (devise officielle du Ghana où PSG est implantée).

- S'agissant du Cedi (Ghana) : celui-ci a perdu près de 50% de sa valeur par rapport à l'euro sur l'année qui précède la Date d'Evaluation. Le Ghana fait face depuis l'été 2022 à une crise majeure de sa dette qui a conduit le FMI à intervenir pour soutenir le pays en mai 2023.
- S'agissant du Naira (Nigeria) : le cours officiel a perdu près de 50% de sa valeur par rapport à l'euro sur l'année dans les jours qui ont précédé la Date d'Evaluation en raison de la décision gouvernementale de ne plus soutenir artificiellement la devise.

Figure 4 | Evolution des taux de change sur 3 ans à la Date d'Evaluation (Rebasés au 23/06/2020)



Note : Le NGN, IDR, CDF, GHS, XAF et STD correspondent respectivement au Naira (Nigeria), Roupie (Indonésie), Franc congolais (RDC), Cedi (Ghana), FCFA (Afrique centrale) et Dobra (São Tomé and Príncipe)

Source : Bloomberg

Ces fortes variations peuvent impacter l'exploitation des Sociétés de Plantations (renchérissement de certains coûts importés, des investissements par exemple), mais aussi le patrimoine du Groupe.



Nous notons cependant que la marge opérationnelle des Sociétés de Plantations est en partie protégée en Afrique dans la mesure où l'huile de palme (65% des revenus du Pôle Afrique) est vendue sur des marchés locaux.

S'agissant des effets sur le Groupe, la volatilité des cours des devises et les éventuelles mesures de contrôle des changes, ont un impact direct sur (i) la valeur en euro des participations détenues et (ii) les modalités et conditions auxquelles les excédents de trésorerie des Sociétés de Plantations sont remontés vers les sociétés *holdings*.

Risque de ponction étatique

Les Sociétés de Plantations sont également exposées à des risques de ponction étatique qui peuvent impacter significativement leur activité et leur rentabilité.

Si le risque d'expropriation (ou de nationalisation) apparaît limité, le Groupe n'ayant pas connu de tels événements depuis les années 70, d'autres types de risques existent. Ils peuvent par exemple prendre la forme : (i) de hausses unilatérales des redevances de concession ou (ii) d'une pression fiscale accrue (taxes foncières, taxes spéciales, etc.).

A titre d'exemple, le prix de vente de l'huile de palme au Cameroun, qui est fixé par l'Etat, a vu son prix révisé à la hausse courant 2022 (de 450 FCFA le litre à 550 FCFA). Cette hausse a été accompagnée d'une augmentation significative de la taxe foncière appliquée aux sociétés SOCAPALM et SAFACAM.

Ce risque de « ponction étatique » nous apparaît d'autant plus probable et important que, dans certains pays, les Sociétés de Plantations dégagent des rentabilités très élevée.

Crises politique et sanitaire

Les crises politiques et sanitaires telles que les conflits armés, les instabilités politiques et les épidémies (Ebola par exemple) peuvent également perturber les opérations du Groupe en affectant la sécurité des travailleurs, la logistique et l'accès aux marchés.

Risques concurrentiels, climatiques et/ou agricoles

Les marchés de la production d'huile de palme et de caoutchouc sont des marchés concurrentiels qui font intervenir, sur des marchés plus ou moins mondialisés, de nombreux acteurs nationaux et internationaux. Dans ce contexte, la Société doit sans cesse investir afin de conserver sa compétitivité (semences, transformation, logistique, qualité, respect des normes, etc.).

Par ailleurs, s'il est impossible de quantifier et qualifier les effets du changement climatique sur l'activité de la Société, il est probable que la Société devra investir de manière croissante afin d'adapter son activité.

La Société est également exposée à des aléas agricoles (positifs ou négatifs) qui peuvent impacter les rendements d'une année sur l'autre. Ces aléas sont généralement pris en compte dans les hypothèses de rendements moyens sur longue période et peuvent être compensés entre Plantations.

En revanche, la Société peut également être soumise à des aléas de nature plus binaire susceptibles d'affecter durablement une plantation, comme le phénomène affectant la Plantation BRABANTA, qui entraîne le pourrissement de l'arbre au niveau de la couronne, puis sa mort par asphyxie.

Le phénomène en question a causé à ce jour la perte d'une superficie de 1 200 Ha (soit un peu moins de 200 000 palmiers) soit 20% de la surface plantée. Le phénomène reste à ce jour inexpliqué, aucun agent biotique causal (insecte, mycoplasme, champignon, virus, bactérie) n'a pu être formellement identifié malgré des travaux de recherche menés par la Société en collaboration avec des instituts tels que le CIRAD ou *Kew Gardens*. A ce jour, la solution envisagée est de planter des palmiers résistants au phénomène. Cependant, la durée nécessaire à la sélection d'un tel matériel végétal est estimée à 30 ans et le coût de *replanting* associé est élevé.

Le phénomène affectant BRABANTA est donc susceptible d'impliquer la perte totale de l'investissement réalisé par le Groupe sur cette plantation, soit près de 100 m€.

Une exposition grandissante à des risques réglementaires

Enfin, les Sociétés de Plantations d'huile de palme et de caoutchouc sont soumises à des réglementations nationales et internationales concernant divers aspects de leurs activités, tels que l'environnement et les droits des travailleurs.

Il existe depuis 2004 la certification RSPO (*Roundtable on Sustainable Palm Oil*) dans laquelle les acteurs de la filière se sont engagés à construire et appliquer des critères de durabilité aux exploitations. En avril 2023, le parlement européen a également adopté une législation visant à lutter contre la déforestation importée et contraignant les entreprises à s'assurer que leurs marchandises vendues dans l'UE ne causent pas de déforestation. Cette nouvelle législation rentrant en vigueur fin 2024 concerne notamment l'huile de palme et le caoutchouc.

L'évolution des réglementations environnementales est de nature à engendrer des coûts supplémentaires pour la Société (mise en conformité, *reporting*, etc.) qui sont susceptibles d'affecter sa rentabilité à moyen terme.

Le non-respect de ces normes peut également impliquer (i) des amendes et des sanctions (ii) un risque d'image et de réputation ou (iii) des problèmes d'accès au financement.



2.2. Vie boursière

2.2.1. Structure de l'actionariat

SOCFIN a été introduite en bourse le 9 juin 1960 et est cotée à la Bourse de Luxembourg.

Au 29 mai 2023, dernier jour précédant l'annonce du Retrait Obligatoire, le cours de l'action SOCFIN s'établit à 20,8 €, soit une capitalisation boursière de 294,5 m€ qui range SOCFIN dans la catégorie des petites valeurs (*small caps*).

Le capital social de la Société était composé à cette date 14 159 720 actions ordinaires, détenues à hauteur de 55,38 % par le groupe familial Fabri et de 39,75 % par le Groupe Bolloré. Le flottant représente 4,87 % du capital et des droits de vote.

Figure 5 | Composition du capital avant le Retrait Obligatoire

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote	% droits de vote
<i>M. Hubert Fabri</i>	5 083 420	35,90 %	5 083 420	35,90 %
<i>AFICO</i>	2 758 368	19,48 %	2 758 368	19,48 %
Groupe Familial Fabri	7 841 789	55,38 %	7 841 789	55,38 %
<i>Bolloré SE</i>	2 110 698	14,91 %	2 110 698	14,91 %
<i>Bolloré Participations SE</i>	1 000	0,01 %	1 000	0,01 %
<i>Compagnie de l'Odet</i>	5 534	0,04 %	5 534	0,04 %
<i>Compagnie du Cambodge</i>	1 747 220	12,34 %	1 747 220	12,34 %
<i>Technifin</i>	1 416 062	10,00 %	1 416 062	10,00 %
<i>Plantations des Terres Rouges</i>	268 080	1,89 %	268 080	1,89 %
<i>Compagnie des Glénans</i>	80 000	0,56 %	80 000	0,56 %
Groupe Bolloré	5 628 594	39,75 %	5 628 594	39,75 %
Public	689 337	4,87 %	689 337	4,87 %
Total	14 159 720	100,00 %	14 159 720	100,00 %

Source : Rapport annuel SOCFIN 2022

2.2.2. Liquidité et suivi du titre

Sur les douze derniers mois précédant l'annonce du Retrait Obligatoire, le total des volumes échangés s'établit à environ 20 630 actions représentant une valeur cumulée de 445,2 k€, soit 3% du flottant.

Les volumes quotidiens échangés sont particulièrement faibles en valeur absolue avec environ 2,4 k€ par jour en moyenne. Par ailleurs, le titre SOCFIN n'a fait l'objet d'aucun suivi par un analyste financier.

Figure 6 | Liquidité du titre à la veille de l'annonce du Retrait Obligatoire

	Cours de bourse moyen ponderé (en €)	Volume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
Cours spot au 29/05/2023	20,80	-	-	-	-	-	-	-
Dernier mois	20,20	50	1 010	0,0 %	600	12 120	0,0 %	0,1 %
3 derniers mois	22,65	92	2 072	0,0 %	3 660	82 892	0,0 %	0,5 %
6 derniers mois	21,90	138	3 027	0,0 %	11 470	251 212	0,1 %	1,7 %
12 derniers mois	21,58	113	2 433	0,0 %	20 630	445 172	0,1 %	3,0 %

Source : Capital IQ

Note : Le cours de bourse moyen est calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

L'actionnariat flottant limité et le faible volume d'échange illustrent la faible liquidité du marché du titre SOFCFIN.

2.2.3. Evolution historique du cours de bourse

La **Figure 7** présente l'évolution du cours de bourse de SOCFIN depuis juillet 2018 qui comprend deux périodes principales séparées par la crise boursière liée à la pandémie de Covid-19.

Sur la période allant de juillet 2018 à février 2020, le cours de l'action SOCFIN reste relativement stationnaire, oscillant autour de 27,5 € en moyenne. Il est relativement insensible aux annonces de résultats (à l'exception de certaines baisses temporaires) et à l'évolution des cours de l'huile de palme et du caoutchouc.

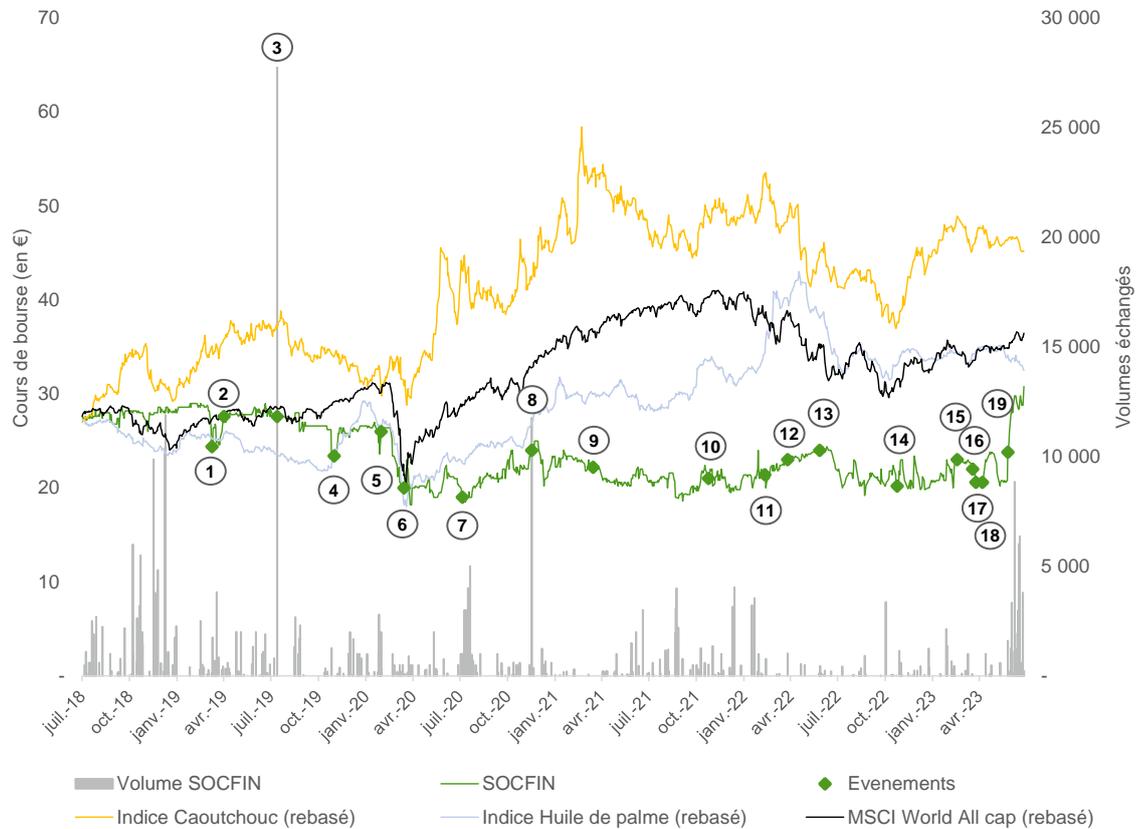
Le début de l'année 2020 est marqué par la pandémie de Covid-19 qui a fortement perturbé le marché des matières premières. Le cours de l'action SOCFIN connaît une baisse prononcée, en ligne avec la baisse globale des marchés financiers constatée sur cette période. Il touche ainsi début avril 2020 son plus bas niveau (18,2 €).

Le cours du titre a depuis oscillé autour de 20,0 € dans des volumes limités en dépit de bonnes performances enregistrées pour les exercices 2020, 2021 et 2022. Le cours de l'action SOCFIN apparaît donc déconnecté du flux d'information relatif à la Société. A la veille de l'annonce de projet de Retrait Obligatoire, le cours de l'action SOCFIN s'établit à 20,8 €.

A la suite de l'annonce du Retrait Obligatoire le 30 mai 2023, le cours atteint près de 30 €, soit un niveau proche du prix d'offre 30,85 € par action qui sera proposé par SOCFIN le 29 juin 2023.



Figure 7 | Evolution du cours de bourse jusqu'à la veille de l'annonce du projet de Retrait Obligatoire



Source : Capital IQ

Note* : L'indice Caoutchouc et Huile de Palme sont constitués respectivement à partir du Sous-Echantillon Caoutchouc et Huile de Palme décrit en section 4.4.2.

Légende du graphique

- (1) 13 mars 2019 : Publication des comptes sociaux 2018 : 16,8 m€ de CA (-4,1%) dont 11,3 m€ de dividendes reçus (-9,1%), 10,8 m€ de bénéfices (-5,3%)
- (2) 5 avril 2019 : Publication des comptes consolidés 2018 : 545,8 m€ de CA (-12,8%) en raison de la baisse des prix (-41,9 m€), la baisse des revenus de commercialisation de produits hors groupe (-30,2 m€) et à la dépréciation des devises par rapport à l'euro (-19,3 m€). Baisse partiellement compensée par une augmentation des quantités vendues (11,4 m€)
- (3) 17 juillet 2019 : Acquisition par Compagnie du Cambodge de 27 748 actions SOCFIN au prix de 27,6 €
- (4) 4 novembre 2019 : Annonce de la décision du Conseil d'administration de verser un acompte sur dividende de 0,05 € par action le 6 novembre 2019
- (5) Début février 2020 : Début de la crise sanitaire du Covid-19
- (6) 18 mars 2020 : Publication des comptes sociaux 2019 : 14,2 m€ de CA (-15,2%) dont 9,1 m€ de dividendes reçus (-19,1%), 8,8 m€ de bénéfices (-18,5%). Publication des comptes consolidés 2019 : 592,9 m€ de CA (+8,6%) grâce à l'augmentation des quantités vendues (+47,1 m€)
- (7) 9 juillet 2020 : Communiqué sur les actions effectuées par SOCFIN face à la pandémie du Covid-19, notamment le soutien apporté aux communautés locales, telles que des dons d'équipement, de la nourriture et des contributions financières aux autorités publiques dans les zones où elle opère
- (8) 20 novembre 2020 : Acquisition par AFICO de 11 772 actions SOCFIN au prix de 24,0 €

-
- (9) 19 mars 2021 : Publication des comptes sociaux 2020 : 14,9 m€ de CA (+4,9%) dont 9,1 m€ de dividendes reçus, niveau stable par rapport à 2019, 8,7 m€ de bénéfices (-1,1%)
 - (10) 28 octobre 2021 : Annonce de la décision du Conseil d'administration de verser un acompte sur dividende de 0,1 € par action le 4 novembre 2021
 - (11) 14 février 2022 : Début du conflit Russie Ukraine
 - (12) 30 mars 2022 : Publication des comptes sociaux 2021 : 16,6 m€ de CA (+11,4%) dont 10,3 m€ de dividendes reçus (+13,2%), 10,1 m€ de bénéfices (+16,1%)
 - (13) 31 mai 2022 : Décision de l'Assemblée Générale Ordinaire du paiement d'un dividende final de 0,50 € brut par action en 9 juin 2022 au titre de l'exercice 2021
 - (14) 28 octobre 2022 : Annonce de la décision du Conseil d'administration de verser un acompte sur dividende de 0,75€ par action le 9 novembre 2022
 - (15) 21 février 2023 : Remboursement final anticipé de l'emprunt bancaire de PNS Ltd, filiale de SOCFIN, de 30M USD en entier.
 - (16) 23 mars 2023 : Obtention de la certification RSPO par SOGB comme récompense de sa démarche de développement durable
 - (17) 29 mars 2023 : Publication des comptes sociaux 2022 : 46,7 m€ de CA (+181,1%) dont 34,2 m€ de dividendes reçus, 33,8 m€ de bénéfices (quasiment le triple du niveau des bénéfices réalisés en 2021)
 - (18) 11 avril 2023 : Annonce d'un engagement de SOCFIN avec Earthworm Foundation pour faire face aux griefs environnementaux et sociaux émanant des médias internationaux et des ONG
 - (19) 30 mai 2023 : Communiqué de presse pour l'annonce de la conclusion d'un pacte d'actionnaires entre le Groupe Familial Fabri et le Groupe Bolloré, constitutif d'une action de concert, et l'annonce d'un projet de Retrait Obligatoire sur les actions minoritaires de SOCFIN. Décision de l'Assemblée Générale Ordinaire du paiement d'un dividende final de 0,50 € brut par action en 8 juin 2023 au titre de l'exercice 2022

2.3. Implications sur la démarche d'évaluation

2.3.1. Nécessité d'évaluer le Groupe par « somme des parties » en tenant compte du financement intragroupe, des frottements fiscaux et des coûts de holding

Comme indiqué plus haut, *SOCFIN* regroupe un portefeuille de Sociétés de Plantations aux profils hétérogènes et présente de nombreux intérêts minoritaires.

Ces raisons nous ont conduits à adopter une démarche méthodologique dite par « somme des parties » (parfois désignée par le vocable « méthode de l'ANR » pour actif net réévalué) qui a consisté à évaluer séparément chaque entité du Groupe.

Nous avons également classé les entités en trois catégories afin d'adopter une méthodologie d'évaluation adaptée à chacune :

- Les Sociétés de Plantations.
- Les Sociétés de Services pour lesquelles nous distinguerons trois sous-catégories : (i) les Sociétés de Services dont l'activité est structurellement bénéficiaire (*SOGESCOL FR* et *SOCFINCO FR*), (ii) les Sociétés de Services qui détiennent des actifs significatifs (*PEPINIERE*, *CENTRAGES* et *MANAGEMENT ASSOCIATES*) et (iii) les autres Sociétés de Services n'ayant pas vocation, d'après le Management, à générer de profit significatif.
- Les Sociétés *holdings* regroupant les *holdings* intermédiaires et les *holdings* de tête (*SOCFIN*, *SOCFINAF* et *SOCFINASIA*).

Etant donné que nous avons raisonné entité par entité, nous nous sommes appuyés sur les comptes sociaux de chaque entité évaluée et nous avons tenu de l'endettement financier statutaire de chaque entité, en ce compris le financement intragroupe qui nécessite un traitement particulier décrit ci-après.

Du fait de sa structure, le Groupe est également soumis à une imposition sur les dividendes versés au sein du Groupe (ou retenue à la source) entre entités ne résidant pas dans les mêmes pays. Comme nous le verrons ci-après, l'approche par « somme des parties » nous a permis de tenir compte de cette particularité.

Prise en compte du financement intragroupe (IG)

Dans les cas où l'entité évaluée présentait une Dette de Financement IG, nous avons d'abord estimé la valeur combinée des capitaux propres et du Financement IG, puis alloué cette valeur entre (i) la valeur recouvrable du Financement IG telle que définie ci-après et (ii) la valeur des capitaux propres *stricto sensu* de l'entité évaluée.

La valeur recouvrable du financement intragroupe (ou « **Valeur Recouvrable** ») est déterminée comme suit :

- Cas n°1 : si la valeur combinée des capitaux propres et du Financement IG est supérieure à la valeur nominale de la Dette de Financement IG, alors la Valeur Recouvrable du Financement IG est égale à sa valeur nominale (et la valeur des capitaux propres de l'entité estimée par différence⁸).
- Cas n°2 : si la valeur combinée des capitaux propres et du Financement IG est inférieure à la valeur nominale de la Dette de Financement IG, la Valeur Recouvrable est considérée égale à la valeur combinée des capitaux propres et du Financement IG (et la valeur des capitaux propres de l'entité égale à zéro).

Dans ce dernier cas, la Créance de Financement IG à l'actif de l'entité prêteuse est alors dépréciée et sa valeur ramenée à la Valeur Recouvrable ainsi déterminée.

Supposons une société dont la valeur d'entreprise est de 300 et la valeur combinée des capitaux propres et du Financement IG est de 150. Le tableau suivant illustre le mode de détermination de la Valeur Recouvrable du Financement IG dans deux cas (respectivement Valeur comptable du Financement IG égale à 100 dans le Cas n°1 et à 150 dans le Cas n°2).

		Cas 1	Cas 2
Valeur d'entreprise		300	300
- Endettement financier net externe		200	200
+ Autres actifs (passifs) non opérationnels		50	50
= Valeur combinée des capitaux propres et du Financement IG	[A]	150	150
<i>dont valeur de marché des capitaux propres</i>	<i>[A] - [C]</i>	50	-
<i>dont Valeur Recouvrable du Financement IG</i>	<i>[C] = min (A, B)</i>	100	150
Dette de Financement IG (valeur comptable)	[B]	100	200
Dépréciation induite	[B] - [C]	-	50

Prise en compte des frottements fiscaux

Nous comprenons qu'il n'est pas dans la stratégie du Groupe d'étendre les Plantations Existantes et que par conséquent les excédents de trésorerie générés par les Sociétés de Plantations ne seront pas réinvestis localement. Dès lors, ces dernières sont (ou seront à terme) amenées à faire remonter ces

⁸ entre la valeur combinée des capitaux propres et du Financement IG et la valeur nominale du Financement IG.



excédents de trésorerie au travers de versements de dividendes qui seront soumis à des retenues à la source.⁹

Afin de tenir compte de ces frottements fiscaux (qui concernent essentiellement les Sociétés de Plantations), nous avons abattu la valeur des capitaux propres de chaque Sociétés de Plantations du taux de retenue à la source en vigueur dans le pays où elle est implantée (les taux de retenue à la source pouvant varier entre 8% et 20% selon les pays).

Prise en compte des coûts de *holding*

Les coûts de *holding* seront pris en compte explicitement au niveau des Sociétés de Plantations et de Services (pour la fraction des coûts de *holding* refacturés à ces entités) et au niveau des sociétés *holding* par actualisation d'un flux de trésorerie (pour la fraction résiduelle non refacturée).

Nous considérons qu'il n'y a pas lieu de considérer de décote de *holding* supplémentaire. En effet, les arguments traditionnellement invoqués pour justifier une telle décote (frottement fiscal, frottements administratifs, nature conglomérale) ont (i) été pris en compte explicitement (via les frottements fiscaux et les coûts de *holding*) ou ne s'appliquent pas à SCOFIN (étant donné la nature intégrée du Groupe).

2.3.2. La spécificité des Sociétés de Plantations impose l'emploi de la méthode DCF...

Les Sociétés de Plantations ont des profils hétérogènes qui rendent toute mise en œuvre rigoureuse de la méthode des comparaisons boursière délicate. En effet, cette méthode nécessiterait d'identifier pour chacune des quatorze Sociétés de Plantations, au moins une société cotée qui comportant un niveau de risque (type de plantation, implantation géographique, etc.) et de perspectives de croissance bénéficiaire similaires.

Or, comme nous le verrons en section 0, il n'existe pas de sociétés cotées productrices d'huile de palme et de caoutchouc ayant des plantations en Afrique. Dès lors, cette méthode ne pourra être appliquée de manière satisfaisante pour les Plantations du Pôle Afrique.

S'agissant du Pôle Asie, nous avons identifié un certain nombre de sociétés cotées comparables, cependant (i) le sous échantillon constitué pour l'Activité Caoutchouc s'avère inexploitable faute de données prévisionnelles sur la moitié de l'échantillon et de différence de mix d'activité et (ii) les sociétés constituant le Sous-Echantillon Huile Palme ne présentent pas des perspectives de croissance

⁹ Le Management nous a confirmé qu'il n'entraîne pas dans la stratégie du groupe (i) d'augmenter les surfaces plantées (faute de réserves foncières mobilisables), (ii) de réinvestir dans de nouvelles plantations ou encore (iii) de conserver et placer localement des montants de trésorerie significatifs. Le fonctionnement des Sociétés de Plantations s'apparente donc à celui de sociétés de projets.

bénéficiaire qui soient raisonnablement comparables aux Sociétés de Plantations concernées.

S'agissant des transactions comparables, comme nous le verrons en section 0, l'échantillon est de qualité médiocre car présentant des multiples de transactions hétérogènes (sans que les écarts de multiples puissent être rationalisés). Il ne permet donc pas d'obtenir des résultats suffisamment pertinents.

Les Sociétés de Plantations seront donc évaluées exclusivement sur la base de la méthode DCF, seule méthode susceptible de rendre compte des perspectives de développement, de rentabilité et de risque spécifiques de chaque Société de Plantation.

Les échantillons constitués pour les besoins de la méthode des comparaisons boursières et des transactions comparables seront néanmoins présentés à titre d'information en section 0 et 0.

2.3.3. ...qui devra tenir compte des différents risques auxquels les Sociétés de Plantations sont soumises

Comme nous l'avons vu en section 2.1.3, les Sociétés de Plantations sont soumises à un certain nombre de risques pouvant affecter leur niveau d'activité et de rentabilité. Il convient donc de s'interroger sur les modalités de prise en compte de ces risques dans la mise en œuvre de la méthode DCF.

S'agissant des risques concurrentiels, réglementaires, technologiques et climatiques qui pèsent à moyen/long terme sur la croissance de la Société et sa rentabilité, il nous paraît justifié d'en tenir compte dans l'estimation du flux normatif de l'activité au travers d'un abatement de la marge opérationnelle, considérant que, pour les Sociétés de Plantations en situation de Rente Economique, les niveaux de rentabilité prévus au terme des Plans d'Affaires ne pourront être maintenus de manière pérenne.

En effet, il ressort de nos analyses que, dans le contexte d'une activité fortement concurrentielle et soumise à des pressions réglementaires, la rentabilité de certaines Sociétés de Plantations anticipée au terme du Plan d'Affaires sera amenée à se dégrader, à moyen terme sous l'effet conjugué (i) d'une concurrence et réglementation accrue pouvant tirer les prix et/ou les volumes à la baisse et les coûts à la hausse (ii) d'une tension croissante sur les recrutements et les niveaux de salaires et (iii) les coûts de R&D pour soutenir la recherche d'une meilleure productivité et résistance des semences aux évolutions futures du climat.

Il ressort également que la Société tire l'intégralité de son chiffre d'affaires de pays émergents qui présentent individuellement un niveau de risque *a priori* plus élevé que celui d'économies plus matures. Ce risque additionnel, appelé aussi

« risque pays », recouvre des réalités très diverses (politiques, économiques et géographiques).

- S’agissant de la fraction non diversifiable du risque pays, celle-ci est déjà incluse dans la prime de risque de marché utilisée pour estimer la rentabilité exigée sur l’activité.
- S’agissant de la fraction diversifiable du risque pays, nous considérons qu’un certain nombre de risque n’ont pu être intégrés dans les flux de trésorerie prévisionnels de la Société, car ils sont de nature « binaire » (c’est-à-dire catastrophique) et/ou difficilement quantifiable. En effet, comme mentionné en section 2.1.3, la Société fait face à (i) des risques d’expropriation ou de ponctions étatiques (ii) des risques de crises politiques ou sanitaires (iii) des risques de taux de change et (iv) la survenance éventuelle de risques climatiques et agricoles exceptionnels. Par conséquent, nous jugeons nécessaire d’ajouter une prime de risque pays à la rentabilité exigée sur l’activité (ou coût du capital), tel qu’estimée en section 4.3.4.

Le tableau de synthèse précise les modalités de prise en compte des différentes natures de risques mentionnées :

Nature de risque	Modalité de prise en compte
Variations et contraintes de change	Prime de risque pays
Crises politique et sanitaire	Prime de risque pays
Risque de ponction étatique	Prime de risque pays
Risques climatiques et/ou agricoles exceptionnels	Prime de risque pays
Risques concurrentiels et technologiques	Abattement de la rentabilité normative
Exposition grandissante à des risques réglementaires	Abattement de la rentabilité normative

L’inventaire des natures de risques et de leur modalité de prise en compte permet ainsi d’éviter tout double comptage éventuel des risques entre ceux pris en compte *via* le taux d’actualisation et ceux pris en compte *via* les flux de trésorerie (notamment *via* l’abattement de la rentabilité normative).

2.4. Modalités de détermination du Juste Prix

Comme évoqué précédemment, l’objectif de notre mission est de déterminer le Juste Prix dans le cadre du Retrait Obligatoire des actions SOCFIN non détenues par le Concert.

Le Juste Prix correspond donc à un prix d’indemnisation des actionnaires minoritaires résiduels qui auraient souhaité conserver leurs titres.

Celui-ci donc doit être déterminé au regard des considérations suivantes.

-
- (i) Le Juste Prix doit tout d'abord intégrer de façon satisfaisante la valeur des actions de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires actuels et conduite par le Management en place (la « **Valeur Intrinsèque** » des titres de la Société).
 - (ii) Le Juste Prix doit également refléter la valeur du contrôle de la Société, ce qui signifie que ce prix doit intégrer non seulement une prime de contrôle (appréhendée à travers la quote-part octroyée par l'Initiateur aux actionnaires minoritaires de la valeur des synergies immédiates susceptibles d'être dégagées du Retrait Obligatoire), mais également le supplément de valeur susceptible de résulter de la réalisation de scénarios alternatifs non envisagés à la date du Retrait Obligatoire (notamment cession ultérieure du contrôle de la Société à d'autres acteurs du secteur, arbitrage d'actifs) pondérés par leur probabilité de réalisation.

S'agissant des synergies immédiates qui pourraient résulter du Retrait Obligatoire, nous comprenons que celles-ci sont limitées et d'un montant peu significatif¹⁰. En effet, l'Initiateur contrôle déjà la Société et n'entend pas, à la suite du Retrait Obligatoire, modifier la stratégie actuelle de la Société qui a été reflétée dans les Plans d'Affaires que nous avons utilisés.

S'agissant de la réalisation de scénarios alternatifs éventuels, le scénario qui doit être systématiquement analysé dans le cadre d'un retrait obligatoire est la cession ultérieure du contrôle de la Société. A cet égard, nous n'avons pas identifié d'acquéreur potentiel « naturel » susceptible de dégager des synergies bien supérieures à celles dont la Société bénéficie aujourd'hui. Par ailleurs, dans une lettre d'affirmation, l'Initiateur nous a indiqué qu'il n'entrait pas dans ses intentions dans un avenir prévisible de céder le contrôle de la Société ou de ses principaux actifs. Au total, la probabilité que la Société soit cédée dans un futur proche à un prix supérieur à sa Valeur Intrinsèque nous semble donc très faible.

Sur la base de ces considérations, le Juste Prix pourra donc être déterminé sur la base de la seule Valeur Intrinsèque.

¹⁰ Économies de frais de cotation essentiellement

3. Examen des références d'évaluation disponibles

Cette section présente les références d'évaluation disponibles (cours de bourse notamment) et en évalue la pertinence en vue d'estimer (i) la Valeur Intrinsèque des actions SOCFIN et (ii) de certaines entités du Groupe.

3.1. Examen des références disponibles pour évaluer le Groupe

3.1.1. Actif net comptable consolidé

Dans le cas présent, l'actif net comptable (ou ANC) par action ne peut être considéré comme une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, notamment parce qu'il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité de la Société.

Au 31 décembre 2022, l'ANC consolidé du Groupe s'établit à 431,2 m€, soit 30,5 € par action¹¹.

A noter qu'au titre de l'exercice 2022, SOCFIN a versé un dividende de 1,25 € par action dont (i) un acompte de 0,75 € payé en novembre 2022 et par conséquent déjà inclus dans l'ANC au 31 décembre 2022 et (ii) le solde de 0,5 € payé le 8 juin 2023.

SOCFIN a également versé un acompte sur dividende de 0,5 € par action le 13 novembre 2023.

Après déduction des versements de dividende ayant eu lieu les 8 juin et 13 novembre 2023, l'ANC consolidé du Groupe s'élève donc à 29,5 € par action.

3.1.2. Cours de bourse

3.1.2.1. Cours de bourse de SOCFIN

Le cours de bourse est une référence pertinente pour estimer la valeur des actions d'une société cotée sous réserve que le marché du titre puisse être considéré comme efficient.

Comme indiqué précédemment, les conditions d'une bonne efficacité du marché du titre SOCFIN ne nous semblent pas réunies. La Société, de taille modeste, n'est pas suivie par les analystes financiers. De plus, les volumes échangés sont particulièrement faibles (rotation du flottant de 3,0% et rotation du capital de 0,1% sur les 12 derniers mois précédents l'annonce du Retrait Obligatoire). Au total,

¹¹ Sur la base d'un nombre total d'actions de 14 159 720.

l'évolution du cours de bourse semble déconnectée du flux d'information relatif à la Société.

Pour ces raisons, nous considérons que le cours de bourse avant annonce du Retrait Obligatoire ne constitue pas une référence pertinente pour déterminer la Valeur Intrinsèque de la Société.

3.1.3. Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas eu connaissance de transaction significative intervenue sur le capital de la Société au cours des douze derniers mois.

Cependant, comme mentionné en section 1, il existe un accord entre actionnaires datant du 30 mai 2023, au titre duquel le groupe *Bolloré* céderait une participation de 5,0% du capital SOCFIN à l'Initiateur au prix du Retrait Obligatoire.

A cette date, le groupe *Bolloré* avait connaissance du prix proposé par SOCFIN pour le Retrait Obligatoire de 30,85 €. La chronologie des événements nous invite donc à penser que le groupe *Bolloré* accepterait de vendre une partie de sa participation à ce prix.

En sa qualité d'actionnaire historique de SOCFIN et sa présence dans les organes de gouvernance de la Société, le groupe *Bolloré* a une connaissance approfondie du secteur et se trouve donc en position d'apprécier en toute connaissance de cause ce prix d'indemnisation.

Dans ce contexte, le prix proposé initialement par SOCFIN dans le cadre du Retrait Obligatoire peut dès lors être une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque de l'action SOCFIN.

3.2. Examen des autres références disponibles pour évaluer certaines entités du Groupe

3.2.1. Sociétés de Plantations

Pour chacune des Sociétés de Plantations cotées en bourse (OKOMU, SAFACAM, SOGB et SOPACALM), nous avons analysé la pertinence du cours de bourse sur la base des critères suivants : taille du flottant, nombre de titres échangés (au regard de la taille du flottant).

Cette analyse nous a conduits, comme pour SOCFIN, à écarter la référence du cours de bourse de ces Sociétés en raison de la part très restreinte du flottant et du faible volume d'échange des actions qui caractérisent une liquidité du marché du titre très limitée (cf. Annexe 6).

3.2.2. Sociétés de Services

S'agissant des Sociétés de Services, comme nous l'avons vu précédemment, seules deux Sociétés de Services, SOGESCOL FR et SOCFINCO FR, sont amenées à générer une marge bénéficiaire leur permettant de créer de la valeur actionnariale. Ces deux Sociétés de Services seront évaluées par la méthode DCF.

S'agissant des Sociétés de Services à vocation patrimoniale, nous sommes appuyés sur les références de valeur suivantes :

- Pour les sociétés PEPINIERE et CENTRAGES¹² nous disposons de valeurs de marché issues de rapports d'expertise¹³, sur la base de laquelle nous avons réévalué l'actif net de ces sociétés.
- Pour la société TERRASIA¹⁴, le Management nous a fourni une fourchette indicative de prix concernant l'immobilier de bureau à Luxembourg comprise entre 10 000 et 12 000 €/m². Compte tenu des caractéristiques des locaux (rez-de-chaussée), de leur ancienneté et des travaux de rénovation nécessaires, nous avons retenu le bas de fourchette soit 10 000 €/m².
- Pour la société MANAGEMENT ASSOCIATES, qui détient un avion, la valeur de marché de l'entité a été estimée sur la base de son ANC, la valeur nette comptable de son principal actif est en ligne avec sa valeur de marché d'après le Management¹⁵.

Par ailleurs, la valeur de marché des capitaux propres des autres Sociétés de Services a été estimée sur la base de leurs ANC, ces sociétés n'ayant pas vocation à dégager une rentabilité susceptible de créer de la valeur actionnariale.

¹² PEPINIERE et CENTRAGES sont propriétaires d'étages de bureaux dans un immeuble à Bruxelles.

¹³ La valeur de marché retenue est déterminée dans le rapport d'expert Cushman & Wakefield du 5 mars 2021.

¹⁴ TERRASIA détient des surfaces de bureaux au Luxembourg.

¹⁵ Nous précisons que la valeur des capitaux propres de MANAGEMENT ASSOCIATES estimée dans nos travaux n'est pas directement comparable avec celle retenue par le premier expert dans la mesure où elles diffèrent du montant de l'augmentation de capital de 20 m€ intervenue le 22 juin 2023. Cette augmentation de capital est totalement neutre sur la valeur de marché de SOCFIN. Une fois ajustée du montant de l'augmentation de capital, il n'y a donc pas de différence significative d'appréciation de la valeur de l'avion détenu par Management Associates entre nos travaux et ceux du premier expert. La moindre trésorerie considérée au niveau de MANAGEMENT ASSOCIATES est bien entendu composée dans nos travaux par la prise en compte d'un niveau de trésorerie plus élevé au niveau des sociétés ayant contribué à ladite augmentation de capital.

3.2.3. Holdings

SOCFINAF et SOCFINASIA sont deux sociétés cotées à la bourse de Luxembourg. A l'instar de SOCFIN, les conditions d'une bonne efficacité du marché du titre SOCFINAF et du titre SOCFINASIA ne nous semblent pas réunies. En effet, comme présenté en Annexe 6, les volumes échangés sont particulièrement faibles avec respectivement 3,7 % et 2,8 % du flottant échangé sur les douze derniers mois, témoignant d'une faible liquidité des titres.

Pour ces raisons, nous considérons que les cours de bourse de SOCFINAF et de SOCFINASIA ne constituent pas une référence pertinente pour déterminer la Valeur Intrinsèque de SOCFIN.

A titre indicatif uniquement, la valeur du titre SOCFIN qui résulterait de la réévaluation des participations détenues dans SOCFINAF et SOCFINASIA sur la base de leur cours de bourse à la veille de l'annonce du Retrait Obligatoire (soit respectivement 12,8 € et 16,3 € par action) s'établirait à 24,5 €.

4. Estimation de la Valeur Intrinsèque des Sociétés de Plantations

La présente section détaille les méthodes d'évaluation qui ont été mises en œuvre en vue d'estimer la Valeur Intrinsèque des Sociétés de Plantations.

4.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur de marché des capitaux propres

Pour l'estimation de la valeur de marché des capitaux propres des Sociétés de Plantations, nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur de l'activité (la « **valeur d'entreprise** » ou « **VE** »), (ii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation courants (en ce compris, le cas échéant, la valeur des Dettes de Financement IG), et enfin (iii) par le solde entre ces composantes, la valeur de marché des capitaux propres (ou « **VCP** »).

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur de marché des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actifs et passifs hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais s'avèrent dans la pratique trop délicates à mettre en œuvre pour fournir une estimation fiable de la valeur de marché des capitaux propres. En effet, la première nécessite de nombreuses hypothèses quant à la structure de financement future de la société évaluée, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Avant d'exposer les résultats des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre, nous présentons ci-après les modalités d'estimation de l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation courante qui permettent d'estimer la valeur de marché des capitaux propres de ces entités à la Date d'Evaluation.

4.2. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante à la Date d'Evaluation

L'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur de marché des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après.

Nous présentons en Annexe 10 le détail de l'endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante à la Date d'Evaluation pour chaque Société de Plantation.

4.2.1. Endettement financier net externe

Dans la mesure où nos travaux s'appuient uniquement sur les informations disponibles à la Date de l'Evaluation, nous n'avons pas disposé des situations comptables complètes arrêtées à la Date de l'Evaluation (ni même au 30 juin 2023). En revanche, la Société nous a communiqué un suivi de la trésorerie et de l'endettement financier externe en date du 17 juin 2023.

Le Management nous ayant confirmé que la performance des Sociétés de Plantations était en ligne avec les Plans d'Affaires, deux approches d'estimation de l'endettement financier net des Sociétés de Plantations à la Date de l'Evaluation sont alors possibles.

- La première approche consiste à (i) retenir les positions de trésorerie et d'endettement financier net externe au 17 juin 2023 figurant dans le document de suivi de trésorerie comme celles prévalant à la Date de l'Evaluation, puis (ii) déduire le flux de trésorerie disponible avant financement (ou « **FCFF** » pour *free cash flow to the firm*) induit entre le 1^{er} Janvier 2023 et la Date de l'Evaluation (ou période dite « **P1** »)¹⁶ et, enfin, (iii) estimer le FCFF entre la Date de l'Evaluation et le 31/12/2023 (ou période dite « **P2** ») par différence entre le FCFF prévu sur l'année 2023 et celui induit sur la période P1.
- La seconde approche consiste, à l'inverse, à faire abstraction des positions de trésorerie et d'endettement financier externe les plus récentes pour (i) estimer l'endettement financier net externe à la Date de l'Evaluation en nous appuyant sur les positions connues au 31 décembre 2022 et d'une estimation de la variation de trésorerie nette sur la période P1 (estimée *pro rata temporis* à partir du FCFF de l'année et de la charge d'intérêts financiers prévue au Plan d'Affaires) et (ii) estimer le FCFF sur la période P2 par différence entre le FCFF prévu pour

¹⁶ Ce montant ne peut être connu avec certitude faute d'avoir pu disposer d'un tableau de flux de trésorerie sur la période P1.

l'année et celui considéré sur la période P1 pour estimer l'endettement financier net externe à la Date de l'Évaluation.

Ces deux approches sont théoriquement équivalentes dans le cadre d'une évaluation DCF¹⁷ qui, rappelons-le, est la seule méthode mise en œuvre pour évaluer les Sociétés de Plantations. En effet, tout écart d'estimation de FCFF sur la période P1 et donc l'endettement financier net à la Date d'Évaluation (entre la position estimée et la position réelle) sera nécessairement « corrigé » dans le flux de trésorerie disponible de la période P2 pris en compte pour déterminer la valeur d'entreprise de la Société.

La première approche s'avère cependant plus complexe à mettre en œuvre et source d'erreur potentielle. En effet, elle suppose d'identifier (sans les états financiers) pour chaque Société de Plantations les mouvements de financement sur la période P1 (intérêts financiers, versement de dividendes ou de variation du financement intragroupe) afin de les extourner de la variation de l'endettement financier net externe observée sur la période P1 pour estimer le FCFF sur cette période et par différence avec le FCFF de l'année le FCFF sur la période P2 à prendre en compte dans l'actualisation des flux. Par conséquent nous avons retenu la seconde approche décrite ci-après.

La seconde approche retient, quant à elle, une estimation relativement simple de la variation de trésorerie nette sur P1 en supposant pour les besoins de la modélisation, l'absence de versement de dividendes et/ou de variation des encours de financement intragroupe sur la période P1¹⁸. La variation de trésorerie nette sur P1 dans cette seconde approche est ainsi estimée *pro rata temporis* à partir du FCFF et de la charge d'intérêts financiers de l'année prévue au Plan d'Affaires.

En cohérence avec cette modalité de modélisation, les montants de Créances et Dettes de Financement IG retenus au sein des éléments de passage de l'ensemble des entités du Groupe (cf. section 2.3.1) ont été considérés égaux aux montants au 31/12/2022.

L'hypothèse formulée est donc sans impact sur la valeur du Groupe *in fine* dans la mesure où elle permet de s'assurer de la totale cohérence entre les positions

¹⁷ à l'effet d'actualisation près sur la période P2 (soit environ une demi-année) qui peut *a priori* valablement être négligé.

¹⁸ Cette modalité de modélisation est neutre sur la valeur des capitaux propres de la Société. En effet, toute société du groupe finançant une autre filiale voit sa position de trésorerie diminuer du montant du financement intra groupe et enregistre en compensation une créance financière du même montant soit un impact nul sur l'endettement financier net et la valeur des capitaux propres des filiales impliquées. Inversement, en cas de remboursement de créance, la filiale qui rembourse un financement intragroupe voit son endettement financier et sa trésorerie diminuer du même montant, soit ici encore un impact nul sur l'endettement financier net et la valeur des capitaux propres des filiales impliquées).

bilancielle retenues au sein des éléments de passage et les flux de trésorerie disponibles retenus pour l'évaluation.

Cette approche présente également l'avantage de s'appuyer sur une information statutaire complète sur toutes les sociétés du Groupe permettant notamment de nous assurer de la symétrie de prise en compte des Dettes et Créances de Financement IG à l'actif et au passif des différentes entités du Groupe (ce que ne permettait pas l'information fournie au 17 juin 2023)¹⁹.

4.2.2. Dettes de Financement IG

Nous considérons dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres des Sociétés de Plantations, les Dettes de Financement IG à leur Valeur Recouvrable.

Pour mémoire et comme décrit en section 2.3.1, la Valeur Recouvrable d'une Dette de Financement IG correspond au montant pouvant être recouvré par l'entité prêteuse, estimée comme le minimum de :

- la valeur nominale de la Dette de Financement IG²⁰,
- la valeur combinée des capitaux propres et du Financement IG de la Société de Plantations (c'est-à-dire avant déduction de la Dette de Financement IG).

4.2.3. Autres passifs et actifs non opérationnels

Provisions pour risques et indemnités de fin de carrière

Les provisions pour risques incluent les provisions pour litiges et les provisions pour restructuration.

Les provisions pour risques permettent d'anticiper comptablement un risque avéré dont les conséquences prendront effet après la clôture de l'exercice où ces provisions ont été comptabilisées. Elles sont notamment destinées à enregistrer des décaissements probables dont le montant ou l'échéance ne sont pas connus de façon précise.

Nous n'avons intégré dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur de marché des capitaux propres que les provisions entraînant des décaissements qui n'ont pas déjà été inclus dans les flux de trésorerie du Plan d'Affaires.

¹⁹ Dans le cadre de nos travaux, nous avons également vérifié que cette approche n'induisait pas d'écart significatif avec les résultats obtenus par le cabinet BHB, qui lui a retenu la première approche pour ses travaux.

²⁰ en considérant que celle-ci est égale à son montant au 31 décembre 2022, en cohérence avec le montant de l'endettement net considéré par ailleurs.

S'agissant notamment des provisions pour retraites et assimilées (nets des actifs de régimes afférents) correspondent aux droits acquis par les salariés des entités à date. Comme la charge de désactualisation des engagements pour retraite (*interest cost*) est comptabilisée dans le résultat financier et non dans les frais de personnel, cette provision (nette de l'impact fiscal) n'a pas été prise en compte dans les flux du Plan d'Affaires pour la détermination de la valeur d'entreprise et a donc été intégrée dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur de marché des capitaux propres.

Impôts différés actifs sur provisions

Les provisions décrites plus haut sont intégrées nettes des impôts différés actifs associés, en considérant le taux d'impôt sur les sociétés en vigueur dans le pays de l'entité évaluée.

Titre de participation et Créances de Financement IG réévalués

A l'instar de l'approche qui sera retenue pour l'évaluation des *holdings*, nous réévaluons les titres de participation et les Créances de Financement IG détenues par certaines Sociétés de Plantations²¹ respectivement à leur valeur de marché (ou valeur intrinsèque) et à leur Valeur Recouvrable (telle que définie à la section 2.3.1).

4.3. Estimation de la valeur d'entreprise des Sociétés de Plantations via la méthode DCF

4.3.1. Base de travail

Nos travaux d'évaluation sont fondés sur les derniers bilans sociaux des entités disponibles à la Date d'Evaluation, à savoir au 31 décembre 2022. Tous les éléments bilanciels présentés dans la suite du rapport sont exprimés en euros et ont été convertis sur la base des taux de change des banques centrales à la Date d'Evaluation, soit au 23 juin 2023.

Par ailleurs, il convient de noter que les agrégats financiers des Plans d'Affaires des sociétés dont l'exploitation est réalisée en devise locale²² ont été convertis en USD par le Management. Les taux de change utilisés par le Management correspondent aux taux de change en vigueur à la date de construction de ces Plans d'Affaires, ou dans certains cas à une moyenne de taux de change

²¹ SOCAPALM détient la totalité du capital de SPFS et de CAMSEEDS

²² Les sociétés réalisant leur exploitation en devises locales sont les suivantes : NGN pour OKOMU, GHS pour PSG, CDF pour BRABANTA, STD pour AGRIPALMA et IDR pour SOCFINDO.

historique. Pour les Sociétés de Plantations dont la devise d'exploitation est l'USD ou le CFA, leurs Plans d'Affaires sont construits dans la même devise.

Pour tenir compte des variations de taux de change constatées entre ceux utilisés dans la construction des Plans d'Affaires et ceux observés à la Date d'Evaluation nous convertissons les agrégats de ces Plans d'Affaires selon les taux de change des banques centrales en vigueur au 23 juin 2023. Comme nous l'avons vu en section 2.1.3, cette variation peut être importante pour certaines devises, dont notamment le NGN, dont le taux de change s'est déprécié de près de 45% entre la construction des Plans d'Affaires et la Date d'Evaluation.

Nous présentons en Annexe 7 la synthèse des devises d'exploitation et des taux de change retenus pour chaque entité du Groupe.

4.3.2. Estimation des flux de trésorerie annuels

Le Management nous a communiqué les Plans d'Affaires détaillant les projections financières des différentes Sociétés de Plantations pour la période allant de 2023 à 2046. Ces projections ont été établies à l'automne 2022, et se fondent sur les données budgétaires de l'année 2023. Les prévisions sont élaborées en termes réels, c'est-à-dire sans tenir compte de l'inflation.

Les Plans d'Affaires communiqués comportent une modélisation fine de l'activité. Ainsi :

- Les surfaces exploitées sont modélisées par millésime tenant compte de (i) l'âge maximum de l'arbre de l'ordre de 30 ans (cf. section 2.1.2) et (ii) un cycle de renouvellement des arbres permettant de maintenir une surface totale exploitée globalement stable sur toute la période.
- Les rendements sont différenciés par plantation et par âge des arbres.
- Le chiffre d'affaires est modélisé en tenant compte d'hypothèses de prix et de volumes par type de produits (huile de palme et caoutchouc).
- Les charges opérationnelles, majoritairement composées de coûts agricoles, de coûts de maintenance et de coûts commerciaux, intègrent une modélisation détaillée de la structure de coûts fixes et variables sur la base de coûts unitaires (par tonne produite ou hectare exploité).
- Les niveaux du besoin en fonds de roulement et d'investissement sont modélisés en tenant compte notamment des cycles de renouvellement (i) de l'outil industriel (maintenance des usines, machines, équipements divers) et (ii) des arbres (une fois la durée de vie atteinte).

Ces éléments permettent au Management de projeter de façon détaillée les états financiers de chaque Société de Plantation (compte de résultat, tableau de flux de trésorerie et le bilan) sur l'intégralité de la durée du Plan d'Affaires.

Sur la première période (2023 à 2027), Les prévisions de prix de vente retenues ont quant à elles été élaborées plantation par plantation par les équipes de négoce du Groupe. Elles reflètent :

- pour l’huile de palme : une baisse moyenne des prix vente de -21%²³ en 2023 et -3% en 2024 puis une stabilisation à compter de 2025,
- pour le caoutchouc : une baisse moyenne des prix vente de -8% en 2023 suivie d’une reprise de +3% en 2024 et 2025 puis une stabilisation à compter de 2026,

La baisse prévue par le Management en 2023 apparaît donc plus limitée que la baisse de marché observables à la Date d’Evaluation. Les cours de l’huile de palme²⁴ et du caoutchouc²⁵ qui étaient en baisse de respectivement -28% et -12% au premier semestre 2023 par rapport aux cours moyens de l’année 2022.

S’agissant des volumes de production, la modélisation adoptée permet d’intégrer la croissance de la production (à surface constante) à mesure de l’arrivée à maturité des arbres. Les exploitations les plus anciennes (par exemple SOCFINDO) ont des cycles de plantations lissés qui permettent un rendement relativement stable sur toute la période du plan d’affaires. A l’inverse, les exploitations plantées récemment sur quelques années seulement voient leur chiffre d’affaires progresser sur les premières années du plan d’affaires (c’est le cas de SRC par exemple).

Les Plan d’Affaires intègrent ainsi :

- pour l’huile de palme : des rendements stables (qui progressent de 4,4 t/ha en 2023 à 4,5 t/ha en 2027) et un volume de production croissant de 2% sur la période,
- pour le caoutchouc : des rendements en hausse de 1,1 t/ha en 2023 à 1,3 t/ha en 2027 et un volume de production progressant de 11% sur la période.

En tenant compte des volumes achetés à des récoltants tiers²⁶, les volumes vendus par la Société progressent de respectivement 4% et 6% pour l’huile de palme et le caoutchouc sur la première période.

Les marges d’EBITDA et d’EBIT agrégées des Sociétés de Plantations atteignent ainsi 31% et 23% à l’horizon 2025 avant de se stabiliser en 2026 et 2027.

²³ Hors SAFACAM et SOCAPALM dont les prix sont réglementés par l’Etat du Cameroun.

²⁴ CPO – CIF Rotterdam

²⁵ TSR20 - SICOM

²⁶ Pour l’huile de palme et le caoutchouc, les volumes achetés représentent en moyenne respectivement près de 10% et 50% des volumes vendus sur la première période.

Sur la seconde période (2027 – 2046), le Management considère une période d'extrapolation au cours de laquelle les hypothèses retenues pour 2027 sont maintenues sur toute la période (à l'exception des cycles de renouvellement des arbres qui sont modélisés). Pour certaines Sociétés de Plantations, ce cycle de plantation n'intervient qu'en fin de période d'extrapolation, impliquant un vieillissement progressif de l'actif agricole et une baisse des rendements.

Afin de pouvoir estimer un flux de trésorerie disponible intégrant une hypothèse d'investissement de renouvellement, nous avons considéré les flux de trésorerie prévisionnels des Plans d'Affaires jusqu'en 2035, année qui correspond à une situation où la grande majorité des Sociétés de Plantations ont atteint leur « mi-vie »²⁷. A compter de cette date, nous avons considéré que le cycle de plantation serait suffisamment « lissé » et que la Société de Plantations renouvellerait à compter de cette date 3,2% de la surface de l'exploitation chaque année (soit une durée de vie totale de 31 ans).

Par ailleurs, le Management nous a confirmé qu'à la Date d'Evaluation, aucun élément ne permettait de remettre en question la réalisation des Plans d'Affaires, à l'exception des deux sociétés camerounaises, SOCAPALM et SAFACAM. En effet, comme mentionné en section 2.1.3, les autorités camerounaises ont augmenté début 2023 le prix de vente de l'huile de palme de près de 22% et ainsi que revu à hausse les taxes foncières. Après discussion avec le Management, nous avons ajusté en conséquence les plans d'affaires de ces deux sociétés.

Enfin, s'agissant de BRABANTA, le Management s'interroge sur le devenir de la société, dont l'exploitation est largement déficitaire en raison d'un phénomène encore inexplicé affectant les arbres. Le Groupe a mené ces dernières années des discussions en vue de céder la société qui n'ont pas abouti.

Nous avons donc évalué BRABANTA sur la base de la somme actualisée des flux de trésorerie des trois premières années du Plan d'Affaires. La valeur de marché des capitaux propres de BRABANTA ainsi estimée s'élève à -7,5 m€.

4.3.3. Estimation d'une valeur terminale au terme de l'horizon explicite retenu (2035)

La valeur terminale a été estimée au terme de l'horizon explicite que nous avons retenu (soit en année 2035) par la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon infini, un flux normatif. Nous considérons un taux de croissance perpétuelle nul qui reflète (i) l'absence de potentiel de croissance de la production (à surface exploitée constante) et (ii) l'absence d'inflation (puisque les flux de trésorerie ont été estimés en termes réels).

²⁷ La « mi-vie » d'une Société de Plantations correspond à la situation où son actif net (actifs agricoles, usines et autres actifs immobilisés) représente 50% de son actif brut.

L'absence de taux de croissance perpétuelle est cohérente avec les composantes implicites du taux sans risque prises en compte dans la détermination du taux d'actualisation (cf. section 4.3.4).

Comme mentionné en section 2.3, nous considérons que le niveau de marge opérationnelle atteint par certaines Sociétés de Plantations n'est pas pérenne dans un secteur concurrentiel, soumis à des pressions réglementaires, fiscales et environnementales. Compte tenu de ces évolutions, nous considérons que la rentabilité normative de la Société va nécessairement converger vers la rentabilité exigée sur l'activité (c'est-à-dire vers le coût du capital). Ainsi, la rentabilité normative combinée des plantations à compter de l'année 2035 est égale à la moyenne pondérée des coûts du capital estimés des Pôles Afrique et Asie estimés en section 4.3.4 (soit près de 12%). Cette hypothèse est équivalente à considérer pour les Sociétés de Plantations en situation de Rente Economique, un abattement de la marge opérationnelle se traduisant par une réduction de 50% de la Rente Economique de ladite Société de Plantation.

La modalité d'estimation retenue, dite du « *Cash Flow Fade* » (ou rente décroissante) qui repose sur l'hypothèse selon laquelle le rendement des capitaux employés tend à long terme vers le coût du capital est citée dans de nombreux ouvrages de finance d'entreprise²⁸.

4.3.4. Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les flux de trésorerie espérés de la Société. Le taux d'actualisation à utiliser, couramment désigné par l'acronyme WACC, peut être estimé soit de façon directe ou indirecte²⁹. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l'actif économique de l'entreprise (ou « coût d'opportunité du capital ») qui est la source des *free cash-flows* (méthode directe) ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le *pool* de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*) (méthode indirecte).

L'approche indirecte du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à prendre en compte les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche

²⁸ Finance d'Entreprise (édition 2024) de Pascal Quiry, Yann Le Fur et Pierre Vernimmen, Chapitre 33.

²⁹ Pour plus de détail, ces deux approches sont aussi décrites dans des ouvrages de références en matière d'évaluation et de finance d'entreprise. Notamment au chapitre 31 page 637 de l'ouvrage Finance d'Entreprise (édition 2024) de Pascal Quiry, Yann Le Fur et Pierre Vernimmen.



permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. Enfin, elle est source d'erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe et nécessite plus d'hypothèses (structure financière cible, coût du financement, etc.).

Pour toutes ces raisons, nous préférons utiliser l'approche directe du « coût d'opportunité du capital » qui correspond au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement. Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l'actif économique de l'entreprise. Pour obtenir ce coût d'opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l'activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) selon lequel le coût d'opportunité du capital (k_a) est égal à :

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_{RM}$$

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

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_{RM} = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

Etant donné que les Plans d'Affaires des Sociétés de Plantations sont construits en termes réels (c'est-à-dire hors inflation, cf. section 4.3), le taux d'actualisation retenu pour actualiser les flux de trésorerie prévisionnels doit par conséquent être un taux d'actualisation réel.

Taux d'intérêt sans risque réel exigé par les investisseurs (R_F)

La crise financière de 2007-2009 et la crise des dettes publiques en Europe ont ouvert une période de volatilité inhabituelle des taux de rendement servis par les emprunts d'État.

Peu après le début de la crise, la Fed et la Banque Centrale Européenne ont rapidement baissé leurs taux d'intérêt indicateurs (à près de 0 %), entraînant une chute des rendements actuariels des obligations d'État. La crise des dettes souveraines a ensuite marqué une certaine polarisation au sein de la zone euro avec (i) d'un côté une baisse des taux de rendement dans les pays considérés comme « sûrs » en termes de risque de crédit (*flight-to-quality*) et (ii) de l'autre une forte hausse des taux de rendement dans les pays tels que la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

En outre, afin de soutenir leurs économies, la Fed, suivie par la BCE, a eu recours à l'injection massive de capitaux via le rachat d'instruments financiers (*quantitative easing* ou QE). Conséquence directe de cette politique, les taux de rendement des obligations souveraines ont enregistré une forte baisse jusqu'à extérioriser des niveaux inférieurs aux perspectives d'inflation.

Si une telle situation peut s'envisager à court/moyen terme, elle n'est pas acceptable sur le long terme, car elle viendrait remettre en question la notion même de valeur temporelle de l'argent (ou « *time value of money* ») à la base des modèles d'évaluation usuels. Dans un tel contexte, nous considérons que les rendements actuariels observés sur les obligations d'État ne constituent pas une référence de taux sans risque satisfaisante et préconisons, depuis 2012, de recourir à une approche normative de détermination du taux sans risque nominal, dérivée de l'équation de Fisher :

Taux sans risque (nominal) = taux d'intérêt réel + inflation attendue à long terme

Le début de l'année 2022 marque cependant un point d'inflexion majeur des politiques monétaires des banques centrales. En effet, la reprise économique au sortir de la crise sanitaire ainsi que le conflit Ukrainien ont provoqué le retour d'une inflation plus élevée et moins transitoire que prévu. Afin d'endiguer le risque de développement d'une spirale « prix-salaires » dans un contexte de tensions sur le marché du travail, les banques centrales ont entamé en 2022 un cycle de resserrement monétaire de forte ampleur, marquant la fin des politiques expansionnistes observées depuis la crise financière de 2007-2009. Conséquence du resserrement monétaire engagé, les taux de rendement actuariels des obligations d'État se sont fortement appréciés depuis le début de l'année 2022, opérant un retour vers la moyenne historique après près d'une décennie de taux d'intérêt anormalement bas.

L'année 2023 a été marquée par la poursuite de la remontée des taux d'intérêts et une relative stabilisation des perspectives d'inflation. Le resserrement monétaire opéré par les banques centrales s'est poursuivi en 2023 :

- La Fed a revu à la hausse ses taux directeurs (+100 bps) pour atteindre 5,25-5,5% à fin 2023.
- La BCE a quant à elle revu son taux directeur (+200 bps) pour atteindre 4,5%.

La Fed puis la BCE ont cependant annoncé fin 2023, la fin prochaine du cycle de resserrement monétaire initié début 2022.

Les taux de rendements actuariels des obligations d'Etat se sont quant à eux rapprochés des niveaux normatifs que nous retenons. Ce retour à la moyenne,

après près d'une décennie de taux d'intérêts anormalement bas, conforte à la fois la pertinence de l'approche normative et le niveau des paramètres retenus.

Dans un contexte de forte variabilité des taux d'intérêt et constatant que, malgré la hausse observée depuis le début de l'année 2022, les taux réels servis par les obligations d'État à 10 ans de la zone euro demeurent proches de zéro, nous maintenons notre préconisation de recourir à une approche normative.

L'approche normative préconisée consistera ainsi à estimer, le taux d'intérêt réel.

S'agissant du taux d'intérêt réel, nous retenons un taux d'intérêt réel exigé par les investisseurs sur une maturité courte de 1,0 %, en ligne, par exemple, avec le rendement moyen des bons du Trésor observé sur la période 1900-2022 par *Dimson, Marsh et Staunton*³⁰ au Canada (1,5 %), en Grande-Bretagne (1,1 %) et aux États-Unis (0,5 %). Ces quelques références excluent volontairement les pays européens (Allemagne, France et Italie notamment) où le taux de rentabilité moyen est négatif, l'évolution du taux d'inflation sur la période considérée ayant parfois réservé de bien mauvaises surprises aux épargnants.

Prime de risque de marché anticipée (P_{RM})

S'agissant de la prime de risque de marché (P_{RM}), nous nous référons à nouveau aux travaux de *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* qui s'appuient sur une approche dite « historique ajustée ». En effet, les deux approches traditionnellement utilisées pour estimer la P_{RM} (approche historique et approche prospective) ne permettent pas d'obtenir des estimations suffisamment fiables et cohérentes dans le temps de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché actions.

Dans l'édition 2022 du *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook*³⁰, *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* se fondent ainsi sur 122 années de données pour estimer à 5,0 % la P_{RM} (par rapport à un taux sans risque basé sur les bons du Trésor).

Bien que cette estimation soit cohérente avec l'estimation obtenue dans leur étude initiale de 2006, nous estimons que la stabilité de la P_{RM} estimée depuis le début des années 2000 peut être questionnée au regard des trois considérations suivantes.

- En premier lieu, après la fin de la guerre froide et l'avènement d'une mondialisation heureuse, les attentats du 11 septembre 2001 ont marqué un vrai changement dans la perception du risque géopolitique par les investisseurs, la visibilité offerte par la pérennité supposée de l'opposition

³⁰ *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook* (Édition 2023), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.



Est-Ouest ayant fait place au sentiment d'insécurité provoqué par un multilatéralisme jugé incontrôlable.

- En deuxième lieu, la crise financière et boursière d'octobre 2008 a mis en lumière un risque systémique qui vient clairement limiter l'intérêt de la diversification internationale en termes de réduction du risque.
- En troisième lieu, alors qu'elle aurait dû favoriser la consommation et l'investissement en actifs risqués, la persistance de taux d'intérêt très bas en Europe et même l'avènement de taux d'intérêt négatifs ont paradoxalement provoqué une nette augmentation de l'épargne en actifs sûrs, ce qui traduit chez les investisseurs une peur indubitable du futur et un degré d'aversion pour le risque particulièrement élevé.

Au vu de ces éléments, il nous semble plausible que le mouvement de baisse enregistrée par la prime exigée observée sur la deuxième moitié du siècle dernier se soit inversé au début des années 2000 (augmentation de la prime de risque).

Cette hypothèse nous conduit donc à retenir une P_{RM} légèrement plus élevée que celle estimée par *Elroy Dimson*, *Paul Marsh* et *Mike Staunton*. La prime de risque de marché retenue s'élève ainsi à 5,5 %.

Coefficient bêta de l'activité (β_a)

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur une longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15 % sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente à l'aide de la formule de Harris et Pringle qui reflète une vision prudente des effets bénéfiques de la dette.

Les indices de référence utilisés sont les indices *STOXX Europe 600* pour les sociétés européennes, *SSE Composite* pour les sociétés chinoises et *FTSE Asean* pour les autres entreprises domiciliées en Asie.

A bien des égards, il est difficile d'identifier des sociétés proches de *SOCFIN* compte tenu de son positionnement hybride de producteur de caoutchouc et d'huile de palme et de son étendue géographique (cf. section 4.4.2).

Nous avons donc considéré les deux Sous-Echantillons identifiés en section 4.4.2, regroupant respectivement des producteurs de caoutchouc et de l'huile de palme. Ces sociétés présentent selon nous les profils d'activités les plus proches de celui de *SOCFIN*.

Figure 8 | Échantillons de sociétés comparables – Calcul des coefficients bêta désendettés

Société	Pays	Indice de référence	Cap. Bours. (m€)	Flottant (%)	Equity Betas				R ² des equity betas				Betas désendettés			
					2A	3A	4A	5A	2A	3A	4A	5A	2A	3A	4A	5A
Sous-Echantillon Caoutchouc																
China Hainan	Chine	SSE Composite	2 432	38,5 %	1,0	0,8	0,6	0,7	37%	25%	13%	16%	0,9	0,8	n.a.	0,6
Sri Trang Agro	Thaïlande	FTSE Asean Index	684	55,2 %	1,7	0,5	0,5	0,6	18%	1%	1%	1%	1,4	n.a.	n.a.	n.a.
Halcyon Agri	Singapour	FTSE Asean Index	444	28,1 %	0,8	0,3	1,1	1,2	4%	1%	11%	12%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Phuoc Hoa Rubber	Vietnam	FTSE Asean Index	250	95,5 %	0,7	0,6	0,7	0,8	4%	5%	8%	9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Médiane Sous-Echantillon Caoutchouc					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sous-Echantillon Huile de palme																
Sime Darby	Malaisie	FTSE Asean Index	5 856	44,5 %	1,3	1,0	0,6	0,6	13%	13%	11%	11%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Golden Agri	Singapour	FTSE Asean Index	2 153	49,4 %	1,2	1,0	1,3	1,2	11%	10%	41%	34%	n.a.	n.a.	0,9	0,8
First Resources	Singapour	FTSE Asean Index	1 521	27,7 %	0,9	0,9	1,2	1,3	6%	9%	34%	37%	n.a.	n.a.	1,1	1,2
United Plantations	Malaisie	FTSE Asean Index	1 222	40,0 %	0,3	0,1	0,3	0,2	3%	1%	13%	10%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Astra Agro Lestari	Indonésie	FTSE Asean Index	890	20,3 %	0,9	0,7	1,7	1,7	10%	7%	31%	28%	n.a.	n.a.	1,5	1,5
UIE	Malte	FTSE Asean Index	787	44,9 %	0,2	0,2	0,2	0,2	1%	2%	9%	4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bumitama Agri	Indonésie	FTSE Asean Index	654	13,9 %	1,3	1,2	1,4	1,5	15%	17%	36%	40%	1,1	0,9	1,1	1,2
Sipef NV	Belgique	STOXX Europe 600	597	49,1 %	0,2	0,3	0,4	0,4	3%	6%	6%	9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
M.P. Evans Group	Royaume-Uni	FTSE Asean Index	461	65,2 %	0,2	0,2	1,0	0,9	1%	1%	27%	21%	n.a.	n.a.	1,0	0,8
Sarawak Oil Palms	Malaisie	FTSE Asean Index	451	16,4 %	1,0	0,8	1,7	1,7	7%	6%	22%	22%	n.a.	n.a.	1,7	1,6
Anglo-Eastern	Royaume-Uni	FTSE Asean Index	344	29,4 %	1,5	1,0	1,5	1,3	16%	7%	32%	22%	1,0	n.a.	1,0	0,9
Dharma Satya	Indonésie	FTSE Asean Index	361	45,3 %	(0,1)	0,5	0,8	0,8	0%	3%	23%	20%	n.a.	n.a.	0,8	0,8
Dekel Agri-Vision	Chypre	STOXX Europe 600	20	63,7 %	0,0	0,4	1,4	1,3	0%	1%	15%	12%	n.a.	n.a.	0,9	n.a.
Médiane Sous-Echantillon Huile de palme					1,0	0,9	1,4	1,3	8 %	7 %	31 %	25 %	1,1	0,9	1,1	1,0

Source : Capital IQ au 23 juin 2023

Note* : n.a. correspond aux coefficients bêta dont le R² est inférieur à 15 %.

Note** : Les sociétés grisées ne sont pas prises en compte dans le calcul de la médiane du sous-échantillon correspondant.

La **Figure 8** présente les coefficients bêta obtenus pour les deux Sous-Echantillons de sociétés comparables retenus.

Le tableau ci-dessus appelle les commentaires suivants :



-
- Le Sous-Echantillon Caoutchouc est de qualité médiocre et ne permet pas de mesurer de façon satisfaisante le risque lié à l'activité.
 - Le coefficient bêta médian du Sous-Echantillon Huile de palme analysé sur une période d'estimation longue (5 ans) s'établit à 1,0.

Cette analyse quantitative du risque des deux activités est appuyée également par l'analyse qualitative : L'activité Caoutchouc est *a priori* plus sensible à la conjoncture économique que l'activité Huile Palme et devrait par conséquent afficher un coefficient bêta supérieur. En effet, l'industrie du caoutchouc est étroitement liée aux fluctuations économiques mondiales, avec une demande de caoutchouc et de produits dérivés du caoutchouc qui dépend notamment de la demande de pneumatiques mondiale³¹. L'activité Huile de Palme est quant à elle destinée en partie à des usages alimentaires dont la demande est plus stable.

Par conséquent nous estimons le coefficient bêta du Sous-Echantillon Caoutchouc à 1,2 en ajoutant une prime au coefficient bêta de 1,0 observé pour le Sous-Echantillon Huile de Palme.

Nous retenons ainsi dans le calcul du taux d'actualisation un coefficient bêta de 1,1 pour l'activité de SOCFIN, correspondant à la moyenne pondérée des coefficients bêta de l'activité Caoutchouc (1,2) et de l'activité Huile de palme (1,0).

Au total, le coût du capital réel s'élève à 7,05 % avant prise en compte d'une prime de risque pays, soit :

$$k_{a \text{ réel}} = R_{F \text{ réel}} + [\beta_a \times \text{PRM}] = 1,0 \% + [1,1 \times 5,50 \%] = 7,05 \%$$

Prime de risque pays (P_{pays})

Comme mentionné en section 2.3, les Sociétés de Plantations sont présentes dans différents pays en Afrique et en Asie qui peuvent présenter des risques politiques et économiques susceptibles d'impacter leur niveau d'activité et de rentabilité. Un certain nombre de ces risques sont difficilement mesurables et ne peuvent par conséquent être correctement intégrés dans les flux de trésorerie prévisionnels des Sociétés de Plantations. Pour toutes ces raisons, nous avons ajouté une prime de risque pays aux taux d'actualisation utilisés dans nos travaux d'évaluation.

³¹ En période de prospérité économique, la demande de ces produits augmente généralement, car les consommateurs et les entreprises ont tendance à dépenser davantage pour des biens et des services, entraînant une augmentation de la production de caoutchouc pour répondre à cette demande accrue. En revanche, lors de ralentissements économiques ou de récessions, la demande de produits finis diminue, ce qui se traduit par une baisse de la demande de caoutchouc brut et de produits dérivés.

Afin d'établir les primes de risque pays, nous nous sommes fondés sur les primes de risque pays déterminées par le Pr. Damodaran, qui correspondent au *spread* de défaut des pays fondé sur les notations *Moody's*. Les données utilisées sont celles les plus récentes disponibles à la Date d'Évaluation, soit celles publiées en janvier 2023³².

Notre approche consiste à retenir une prime de risque unique pour les sociétés du Pôle Afrique et une autre pour celles relevant du Pôle Asie. Nous considérons en effet que le Groupe bénéficie dans chacune de ces zones d'un certain degré de diversification (géographique).

Nous avons retenu les primes correspondant au 1er quartile des zones Afrique et Asie, soit respectivement 6,7 % et 2,6% afin notamment ne pas perpétuer des situations exceptionnelles *ad vitam* (certaines des primes observées ne reflétant pas des conditions structurelles durables, mais plus l'effet de crises conjoncturelles).

Pour mémoire, le niveau de primes de risque pays retenu respectivement pour l'Afrique et l'Asie est proche de celui observé au Cameroun (6,7%) et en Indonésie (2,3%).

La **Figure 9** présente les primes de risques pays déterminées par le Pr. Damodaran en janvier 2023.

³² Les données de prime de risque utilisées n'ont pas fait d'ajustement ou de modifications de notre part.

Figure 9 | Prime de risque Afrique et Asie

Afrique	Prime de risque pays	Asie	Prime de risque pays
<i>Botswana</i>	1,5 %	<i>Singapore</i>	-
<i>Mauritius</i>	2,7 %	<i>Korea</i>	0,6 %
<i>Morocco</i>	3,1 %	<i>Hong Kong</i>	0,7 %
South Africa	3,7 %	<i>Macao</i>	0,7 %
Côte d'Ivoire	4,4 %	<i>Taiwan</i>	0,7 %
Senegal	4,4 %	<i>China</i>	0,9 %
Benin	5,5 %	<i>Japan</i>	0,9 %
Namibia	5,5 %	Malaysia	1,5 %
Cameroon	6,7 %	Thailand	2,0 %
Rwanda	6,7 %	Indonesia	2,3 %
Tanzania	6,7 %	Philippines	2,3 %
Uganda	6,7 %	India	2,7 %
Egypt	6,7 %	Vietnam	3,7 %
Kenya	6,7 %	Bangladesh	4,4 %
Angola	8,0 %	Fiji	5,5 %
Cape Verde	8,0 %	Cambodia	6,7 %
Congo (Democratic Republic of)	8,0 %	Papua New Guinea	6,7 %
Niger	8,0 %	Mongolia	8,0 %
Swaziland	8,0 %	Maldives	9,2 %
Togo	8,0 %	Solomon Islands	9,2 %
Nigeria	8,0 %	Pakistan	9,2 %
Burkina Faso	9,2 %	Laos	12,2 %
Gabon	9,2 %	Sri Lanka	14,7 %
<i>Tunisia</i>	9,2 %	Moyenne	6,3 %
Congo (Republic of)	11,0 %	Q1	2,6 %
Ethiopia	11,0 %	Q2	6,1 %
Mali	11,0 %	Q3	9,2 %
Mozambique	11,0 %	Q4	14,7 %
Ghana	14,7 %		
Zambia	14,7 %		
Moyenne	8,1 %		
Q1	6,7 %		
Q2	8,0 %		
Q3	9,2 %		
Q4	14,7 %		

Source : Données publiées par le Pr. Damodaran en janvier 2023

Note* : Les pays grisés ne sont pas pris en compte dans le calcul des différents quartiles puisque nous estimons que leur risque n'est pas comparable au risque des pays où sont implantées les Sociétés de Plantations.

Note** : Les pays mis en évidence en orange et en vert correspondent aux pays où sont implantées les Sociétés de Plantations.

Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 13,75 % et 9,65 % respectivement pour les Sociétés de Plantations en Afrique et en Asie, soit :

Taux d'actualisation (Afrique) = $k_a \text{ réel} + P_{\text{pays Afrique}} = 7,05 \% + 6,70 \% = 13,75 \% ;$

Taux d'actualisation (Asie) = $k_a \text{ réel} + P_{\text{pays Asie}} = 7,05 \% + 2,60 \% = 9,65 \% .$



4.3.5. Retenue à la source

Lors de l'intégration de la valeur des capitaux propres des Sociétés de Plantations dans l'ANR des sociétés *holdings*, nous avons pris en considération les frottements fiscaux en réduisant la valeur de marché des capitaux propres des Sociétés de Plantations du pourcentage de retenue à la source sur les dividendes³³ en vigueur dans le pays où elles sont implantées.

Les taux de retenue à la source pris en compte dans nos travaux d'évaluation sont détaillés en Annexe 9.

4.3.6. Résultats de la méthode

La **Figure 10** présente la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres obtenues, à l'issue de nos travaux d'évaluation, pour chaque Société de Plantation, ainsi que les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur de marché des capitaux propres.

³³ Ces pourcentages de retenue à la source sur les dividendes sont des prélèvements fiscaux appliqués lorsque des dividendes sont perçus par une société *holding* de la part de ses filiales.

**Figure 10 | Justes valeurs des VE et des VCP des Sociétés de Plantations
(en m€)**

Sociétés	VE	(Dette nette externe)	Autres ajust.	Valeur CP (incl. financement IG)	Dette de financement IG (valeur comptable)	Dette de financement IG (Valeur Recouvrable)	Valeur CP	% de retenue à la source (dividende)	Valeur CP post retenue à la source
		estimée au 23/06/2023							
	[A]	[B]	[C]	[D] = [A] + [B] + [C]	[E]	[F] = Max([D] - [E] ; [E])	[G] = [D] - [F]	[H]	[I] = [G] x (1 - [H])
OKOMU	163,4	(0,0)	(2,6)	160,8	-	-	160,8	10,0 %	144,7
SOCAPALM	127,7	2,1	8,3	138,1	-	-	138,1	16,5 %	115,3
SOGB	110,2	2,1	(2,9)	109,4	-	-	109,4	15,0 %	93,0
SAC	85,3	2,4	-	87,6	87,8	87,6	-	10,0 %	-
PSG	52,5	0,4	-	52,9	14,3	14,3	38,6	8,0 %	35,5
SCC	32,2	4,3	(0,2)	36,3	-	-	36,3	15,0 %	30,9
SAFACAM	20,5	(2,0)	(1,2)	17,3	-	-	17,3	16,5 %	14,4
LAC	13,4	(1,3)	0,4	12,6	33,4	12,6	-	15,0 %	-
SRC	8,4	0,4	-	8,8	43,4	8,8	-	15,0 %	-
AGRIPALMA	4,0	0,5	-	4,5	27,1	4,5	-	10,0 %	-
BRABANTA	(25,7)	(1,1)	(0,0)	(26,8)	67,1	-	-	20,0 %	(7,5)
SPFS							6,3	-	6,3
SOCFINDO	248,3	27,1	(27,4)	248,0	-	-	248,0	10,0 %	223,2
SOCFIN KCD	21,7	1,6	-	23,4	18,9	18,9	4,4	14,0 %	3,8
COVIPHAMA	16,0	0,1	-	16,1	22,2	16,1	-	10,0 %	-

Source : Analyse Accuracy, Plans d'Affaires et liasses fiscales 2022 des Sociétés de Plantations
Note* : En l'absence de plan d'affaires et en raison de la nature atypique des activités de la société SPFS (raffinerie d'huile), la juste valeur des capitaux propres de SPFS a été estimée sur la base de son actif net comptable.

Note** : BRABANTA, dont la VE obtenue est négative, ne figure pas sur le graphique ci-dessus. Nous avons considéré une juste valeur des capitaux propres de -7,5 m€ correspondant à la somme des flux de trésorerie actualisés des 3 premières années de son plan d'affaires.

4.4. Mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières

La méthode des comparaisons boursières consiste à estimer la valeur d'une société par l'observation des multiples sur la base desquels s'échangent implicitement les actions de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants de la société étudiée.

Ces multiples ont été calculés à partir de la capitalisation boursière de sociétés présentant (i) un profil de risque (donc un portefeuille d'activités et une exposition géographique) et (ii) une croissance bénéficiaire comparable à ceux de la société évaluée, soit les deux paramètres qui conditionnent au premier chef le niveau des multiples d'EBIT.

La pertinence de cette méthode repose entièrement sur la capacité à constituer un échantillon de sociétés « comparables » en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi en termes de stabilité et de régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de la méthode (en général données prévisionnelles sur deux ou trois ans).

Dans le cas de SOCFIN la mise en œuvre de la méthode se heurte à deux difficultés majeures : (i) le nombre restreint de sociétés producteurs de caoutchouc et d'huile de palme et (ii) l'impossibilité de disposer de sociétés comparables cotées présentes en Afrique.

4.4.1. Choix des multiples pertinents

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparaisons boursières, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER – *Price Earnings Ratio*) qui ne permettent pas de prendre en compte les écarts éventuels de structure financière. De la même manière, nous avons écarté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité.

En outre, compte tenu de l'hétérogénéité de l'intensité capitalistique des sociétés du secteur, nous serions tentés de privilégier les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA. L'EBIT retenu correspond à l'EBIT avant application de la norme IFRS 16 (et normes équivalentes). Les agrégats du consensus pour les sociétés comparables ont, le cas échéant, été ajustés pour satisfaire cette définition.

4.4.2. Sélection de l'échantillon de sociétés comparables

Dans une première étape, nous avons cherché à identifier des sociétés ayant une activité similaire à celle de la Société. Comme mentionné précédemment, il est difficile d'identifier de telles sociétés, notamment en raison du positionnement de SOCFIN sur la totalité de la chaîne de valeur (exploitations de plantations, transformation et commercialisation), de sa diversité géographique, de sa taille et de son profil de marge.

Ainsi, les sociétés comparables ont été sélectionnées pour cette étape sur les critères suivants :

- Secteur d'activité : l'échantillon est composé de sociétés opérant en totalité ou de manière significative dans les secteurs de (i) l'exploitation de plantation d'hévéas et de palmiers à huile et/ou (ii) la production de caoutchouc et de l'huile de palme.
- Modèle d'affaires : les sociétés de l'échantillon présentent un modèle d'affaires similaire à SOCFIN à travers (i) le positionnement dans la chaîne de valeur en tant que planteur, transformateur et/ou commerçant (ii) les

matières commercialisés, caoutchouc et/ou huile de palme et (ii) les clients finaux visés, c'est-à-dire principalement des consommateurs locaux pour l'huile de palme et des industriels pour le caoutchouc.

- Géographie : la recherche de sociétés comparables se limite à des sociétés implantées en Afrique et/ou en Asie. Cependant, nous n'avons pas identifié des sociétés cotées implantées en Afrique suffisamment comparables à SOCFIN.
- Taille : à l'exception de *China Hainan Rubber Industry Group Co., Ltd.*, *Sime Darby Plantation Berhad*, et *Golden Agri-Resources Ltd* qui appartiennent au segment *des mid cap*, les autres sociétés de l'échantillon ont *comme SOCFIN* des capitalisations boursières inférieures à 2 mds€ et donc appartiennent au segment *des small cap*.

L'échantillon constitué de 17 sociétés peut ainsi se scinder en deux groupes selon les matières produites et commercialisées :

- Sous-échantillon 1 : les sociétés productrices de caoutchouc (« **Sous-Echantillon Caoutchouc** »).
- Sous-échantillon 2 : les sociétés productrices d'huile de palme et de ses dérivés (« **Sous-Echantillon Huile de palme** »).

Une description de l'activité des sociétés retenues dans l'échantillon figure en Annexe 5Annexe 4.

Le **Figure 11** ci-après présente les principales caractéristiques financières des sociétés retenues.

Figure 11 | Echantillon de sociétés comparables – Caractéristiques opérationnelles

Société	Pays	Cap. Bours. (m€)	CA 2022A	Croissance CA (%)			Marges EBIT (%)			Croissance EBIT (%)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Sous-Echantillon Caoutchouc												
China Hainan Rubber	Chine	2 432	1 893	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sri Trang Agro	Thaïlande	684	2 884	(4,2)%	6,1 %	n.a.	4,1 %	5,1 %	n.a.	(30,3)%	31,7 %	n.a.
Halcyon Agri	Singapour	444	2 474	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Phuoc Hoa Rubber	Viêtnam	256	68	5,5 %	(8,0)%	n.a.	13,2 %	9,5 %	n.a.	(2,8)%	(33,5)%	n.a.
Moyenne Sous-Echantillon Caoutchouc				0,6 %	(0,9)%	n.a.	8,7 %	7,3 %	n.a.	(16,5)%	(0,9)%	n.a.
Sous-Echantillon Huile de palme												
Sime Darby	Malaisie	5 857	4 142	(13,1)%	1,4 %	0,9 %	11,3 %	12,5 %	12,5 %	(34,6)%	11,7 %	1,4 %
Golden Agri	Singapour	2 153	10 511	(8,0)%	(0,7)%	(2,6)%	6,6 %	6,3 %	7,0 %	(51,7)%	(5,2)%	7,3 %
First Resources	Singapour	1 521	1 126	(14,3)%	(0,8)%	2,7 %	27,6 %	27,8 %	27,3 %	(30,5)%	(0,4)%	1,1 %
United Plantations	Malaisie	1 222	495	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Astra Agro Lestari	Indonésie	872	1 310	4,6 %	4,2 %	1,9 %	7,1 %	10,3 %	10,0 %	(33,3)%	50,7 %	(1,4)%
UIE	Malte	787	527	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bumitama Agri	Indonésie	641	950	(1,6)%	(11,9)%	11,1 %	19,0 %	19,6 %	18,8 %	(38,6)%	(9,1)%	6,8 %
Sipef NV	Belgique	597	485	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
M.P. Evans Group	Royaume-Uni	461	300	(7,0)%	(1,1)%	0,0236	25,4 %	28,0 %	30,6 %	(26,5)%	9,2 %	11,9 %
Sarawak Oil Palms	Malaisie	451	1 045	(26,3)%	(6,7)%	(0,2)%	9,5 %	9,6 %	10,2 %	(44,7)%	(5,0)%	5,9 %
Anglo-Eastern Plantations	Royaume-Uni	361	411	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dharma Satya Nusantara	Indonésie	337	578	(7,1)%	19,4 %	6,8 %	17,1 %	19,9 %	19,7 %	(30,9)%	38,7 %	5,5 %
Dekel Agri-Vision	Chypre	20	-	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Moyenne Sous-Echantillon Huile de palme				(9,1)%	0,5 %	2,8 %	15,5 %	16,8 %	17,0 %	(36,3)%	11,3 %	4,8 %
Moyenne globale				(7,1)%	0,2 %	2,8 %	14,1 %	14,9 %	17,0 %	(32,4)%	8,9 %	4,8 %
Médiane globale				(7,0)%	(0,8)%	2,1 %	12,3 %	11,4 %	15,7 %	(32,1)%	4,4 %	5,7 %

Source : Capital IQ - Calcul de la capitalisation boursière au 23/06/2023. Dette nette et ajustements calculés sur la base des dernières données publiées disponibles au 23/06/2023. Données prévisionnelles issues du consensus au 23/06/2023.

Note* : Marges d'EBIT calculées sur la base des EBIT retraités des éléments relatifs à IFRS 16.

Note** : Le pays indiqué est le pays de domiciliation de la holding de tête du groupe. Pour les sociétés comparables dont le pays indiqué est en Europe, l'activité opérationnelle est quant à elle principalement en Asie (soit en Malaisie et Indonésie pour UIE, M.P. Evans Group et Anglo-Eastern Sociétés de Plantations, en Indonésie et Singapour pour SIPEF)



Ce tableau appelle les commentaires suivants :

- Les sociétés constituant les deux Sous-Echantillons sont majoritairement implantées en Asie et affichent une présence quasi nulle en Afrique, tandis que SOCFIN réalise la majeure partie de son chiffre d'affaires en Afrique (64 % du chiffre d'affaires consolidé en 2022). Or, comme nous l'avons vu en section 2.1.2, l'implantation géographique des Sociétés de Plantations détermine leur niveau de rendement, de profitabilité, de rentabilité et de risque. La comparaison des Sociétés de Plantations à des acteurs n'ayant pas la même présence géographique ou type de plantation engendrerait un certain nombre de biais dans nos analyses impossibles à quantifier.
- Le Sous-Echantillon Caoutchouc semble inexploitable pour plusieurs raisons.
 - Nous constatons un manque de données prévisionnelles disponibles pour la moitié des sociétés constituant l'échantillon.
 - Pour les sociétés dont l'information prévisionnelle est disponible, leur comparabilité avec la Société semble limitée : (i) la société *Sri Trang Agro* dispose d'une activité de transformation de caoutchouc en produits finis à travers la production de gants représentant près de 20% de son chiffre d'affaires en 2022 et (ii) la société *Phuoc Hoa Rubber* affiche un niveau de chiffre d'affaires modeste (68 m€ en 2022) par rapport à celui du Groupe et commercialise également des engrais et des produits chimiques (21% de son chiffre d'affaires en 2022).

Au terme de nos analyses, il s'avère que les sociétés de ces deux échantillons ne sont pas suffisamment comparables aux Société de Plantations et que les conditions d'une mise en œuvre fiable de la méthode ne sont donc pas réunies. Il n'est donc pas possible d'estimer de façon satisfaisante la Valeur Intrinsèque du Groupe à l'aide de cette méthode.

Nous présentons donc dans la section suivante les multiples obtenus à titre d'information uniquement.

4.4.3. Estimation des multiples de l'Echantillon.

Nous présentons en **Figure 12** les multiples d'EBIT, calculés sur la base des éléments suivants :

- Au numérateur, pour le calcul des valeurs d'entreprise : (i) capitalisation boursière au 23 juin 2023 (ii) dette financière nette retraitée de l'impact de la norme IFRS 16 ;
- Au dénominateur, pour le calcul de l'EBIT : prévisions d'EBIT calendarisées estimées à partir du consensus d'EBIT des analystes

financiers disponible au 23 juin 2023 et ajustées de l'impact des normes IFRS 16.

Figure 12 | Echantillon de sociétés comparables – Multiples boursiers

Société	Pays	Cap. Bours. (m€)	VE (m€)	VE/EBIT (x)		
				2023E	2024E	2025E
Sous-Echantillon Caoutchouc						
China Hainan Rubber	Chine	2 432	4 210	n.a.	n.a.	n.a.
Sri Trang Agro	Thaïlande	684	1 515	13,2 x	10,0 x	n.a.
Halcyon Agri	Singapour	444	1 311	n.a.	n.a.	n.a.
Phuoc Hoa Rubber	Viêtnam	256	168	17,6 x	26,5 x	n.a.
Moyenne Sous-Echantillon Caoutchouc				15,4 x	18,3 x	n.a.
Sous-Echantillon Huile de palme						
Sime Darby	Malaisie	5 857	6 882	16,9 x	15,1 x	14,9 x
Golden Agri	Singapour	2 153	2 153	3,4 x	3,5 x	3,3 x
First Resources	Singapour	1 521	1 472	5,5 x	5,5 x	5,5 x
United Plantations	Malaisie	1 222	1 018	n.a.	n.a.	n.a.
Astra Agro Lestari	Indonésie	872	986	10,1 x	6,7 x	6,8 x
UIE	Malte	787	649	n.a.	n.a.	n.a.
Bumitama Agri	Indonésie	641	906	5,1 x	5,6 x	5,3 x
Sipef NV	Belgique	597	621	n.a.	n.a.	n.a.
M.P. Evans Group	Royaume-Uni	461	427	6,0 x	5,5 x	4,9 x
Sarawak Oil Palms	Malaisie	451	325	4,5 x	4,7 x	4,4 x
Anglo-Eastern Plantations	Royaume-Uni	361	190	n.a.	n.a.	n.a.
Dharma Satya Nusantara	Indonésie	337	597	6,5 x	4,7 x	4,4 x
Dekel Agri-Vision	Chypre	20	46	n.a.	n.a.	n.a.
Moyenne Sous-Echantillon Huile de palme				7,2 x	6,4 x	6,2 x
Moyenne globale				8,9 x	8,8 x	6,2 x
Médiane globale				6,3 x	5,6 x	5,1 x

Source : Capital IQ - Calcul de la capitalisation boursière au 23/06/2023. Dette nette et ajustements calculés sur la base des dernières données publiées disponibles au 23/06/2023. Données prévisionnelles issues du consensus au 23/06/2023.

Note* : Multiples d'EBIT calculés sur la base d'un EBIT retraité des éléments relatifs à IFRS 16



4.5. Mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

A la différence des cours boursiers utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transaction utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent généralement une prime de contrôle par rapport à la Valeur Intrinsèque des sociétés acquises. Cette prime de contrôle est le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction et traduit, le cas échéant, un surplus lié à la détention du contrôle elle-même.

Or, comme mentionné en section 2.4, le Juste Prix estimé dans le cadre de nos travaux d'évaluation doit être déterminé sur la base de la seule Valeur Intrinsèque de la Société. De ce fait, la méthode des transactions comparables ne permet pas *a priori* de donner une estimation de la Valeur Intrinsèque du Groupe.

Nous avons néanmoins constitué deux sous-échantillons de transactions comparables à SOCFIN en termes de secteur d'activité, de modèle d'affaires et de géographies sur les dix dernières années.

La **Figure 13** présente les douze transactions retenues et les multiples de CA, d'EBITDA et d'EBIT associés.

Figure 13 | Transactions comparables

Date de closing	Acheteur	Cible	Activité de la cible	Région	% acquis	Cap. Bours. (m)	VE/ CA (x)	VE/ EBITDA (x)	VE/ EBIT (x)
Sous-Echantillon Caoutchouc									
03/02/2023	China Rubber Investment Group	Halcyon Agri Corp.	- Plantation, production et commercialisation de caoutchouc naturel	- Asie - Afrique	36,0 %	1 472	0,6 x	29,9 x	74,4 x
04/12/2019	Compagnie Financière Michelin	Société Internationale de Plantations d'Hévéas	- Plantation, production et commercialisation de caoutchouc naturel	- Afrique	93,6 %	598	1,9 x	20,1 x	43,1 x
09/11/2016	Halcyon Agri Corp.	Halcyon Rubber & Plantations	- Plantation, production et commercialisation de caoutchouc naturel	- Asie - Afrique	100,0 %	468	1,1 x	n.a.	n.a.
22/08/2016	Sinochem International	Halcyon Agri Corp.	- Plantation, production et commercialisation de caoutchouc naturel	- Asie - Afrique	35,7 %	908	0,9 x	31,6 x	51,4 x
18/07/2016	Sinochem International	Halcyon Agri Corp.	- Plantation, production et commercialisation de caoutchouc naturel	- Asie - Afrique	30,1 %	906	0,7 x	16,8 x	21,2 x
12/08/2014	Halcyon Rubber Company	Anson Company	- Production de caoutchouc	- Asie	100,0 %	264	0,5 x	10,8 x	n.a.
Moyenne Sous-Echantillon Caoutchouc							1,0 x	21,8 x	47,5 x
Sous-Echantillon Huile de palme									
21/02/2022	Kuala Lumpur Kepong	IJM Plantations	- Plantation de palmiers à huile	- Asie	56,2 %	644	3,5 x	9,3 x	13,9 x
18/11/2021	Kuala Lumpur Kepong	KLK Saw it Nusantara	- Plantation de palmiers à huile et production de l'huile de palme	- Asie	43,6 %	646	3,2 x	8,4 x	12,3 x
06/09/2021	Kuala Lumpur Kepong	KLK Saw it Nusantara	- Plantation de palmiers à huile et production de l'huile de palme	- Asie	56,2 %	647	3,5 x	10,1 x	15,9 x
09/04/2021	Kw antas Corp	Kw antas Corp.	- Plantation de palmiers à huile	- Asie	39,9 %	42	1,1 x	19,8 x	n.a.
15/03/2021	Lembaga Kemajuan Tanah Persekutuan	FGV Holdings	- Plantation de palmiers à huile et production de l'huile de palme - Raffinage de sucre	- Asie	27,1 %	2 786	1,0 x	9,6 x	20,8 x
15/03/2021	Federal Land Development Authority	FGV Holdings	- Plantation de palmiers à huile et production de l'huile de palme - Raffinage de sucre	- Asie	74,1 %	2 246	0,9 x	26,9 x	n.a.
Moyenne Sous-Echantillon Huile de palme							2,2 x	14,0 x	15,8 x
Moyenne globale							1,6 x	17,6 x	31,6 x
Médiane globale							1,0 x	16,8 x	21,0 x

Sources : Capital IQ, MergerMarket

Il ressort de ce tableau que l'échantillon considéré présente une forte hétérogénéité des multiples d'EBIT observés. De plus, la mise en œuvre de la méthode se heurte également aux insuffisances de l'information disponible sur (i) les paramètres de la transaction elle-même (à commencer par le prix) et (ii) plus



encore sur les caractéristiques des cibles (résultat du dernier exercice clos et surtout perspectives de croissance bénéficiaire).

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

Pour ces raisons nous ne présentons pas les résultats obtenus par la méthode des transactions comparables.

5. Estimation de la Valeur Intrinsèque des Sociétés de Services et des *holdings*

5.1. Sociétés de Services

Pour les deux Sociétés de Services bénéficiaires (SOGESCOL FR et SOCFINCO FR), nous avons adopté la même démarche d'évaluation en trois étapes que celle utilisée pour les Sociétés de Plantations.

En l'absence de plan d'affaires, les valeurs d'entreprise de ces sociétés ont été estimées en capitalisant, sur un horizon infini, un flux normatif estimé sur la base de leurs agrégats financiers historiques.

Le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation de ces sociétés s'établit 12,81%. Il correspond à la moyenne des taux d'actualisation des Sociétés de Plantations, déterminés en section 4.3.4, pondérée par le poids moyen de leurs chiffres d'affaires sur la période 2023-2035³⁴.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur de marché des capitaux propres des Sociétés de Services bénéficiaires est détaillé en Annexe 10.

Pour les sociétés PEPINIÈRE et CENTRAGES, sociétés détentrices d'actifs immobiliers, nous réévaluons l'actif immobilier et comptabilisons un passif d'impôts sur la plus-value latente calculée sur la base du taux d'imposition en vigueur au Luxembourg à la Date d'Evaluation³⁵.

Pour les autres Sociétés de Services, s'agissant de sociétés n'ayant pas vocation à réaliser de profits, nous avons adopté l'approche d'évaluation de l'ANR ou de l'ANC, en fonction de la détention d'actifs patrimoniaux ou non (cf. section 3.2.2).

³⁴ Nous avons retenu une pondération par rapport au chiffre d'affaires des sociétés de plantations dans la mesure où le volume des prestations de services réalisées par les Société de Services est fonction du volume d'activité des Sociétés de Plantations.

³⁵ Le taux d'imposition en vigueur au Luxembourg en 2023 s'établit à 25%.

La **Figure 14** présente les valeurs obtenues pour les Sociétés de Services.

**Figure 14 | Justes valeurs des VE et des VCP des Sociétés de Services
(en m€)**

Sociétés	VE		Autres ajust.	Valeur CP (incl. financement IG)	Dette - Financement IG (valeur comptable)	Dette - Financement IG (valeur de marché)	Valeur CP	% de retenue à la source (dividende)	Valeur CP obtenue
	(Dette nette externe) estimée au 23/06/2023								
	[A]	[B]	[C]	[D] = [A] + [B] + [C]	[E]	[F] = Max([D] - [E] ; [E])	[G] = [D] - [F]	[H]	
SOGESCOL FR	52,0	11,3	0,4	63,7	-	-	63,7	-	63,7
SOCFINCO FR	33,0	(2,6)	5,1	35,6	-	-	35,6	-	35,6
CENTRAGES							8,0		8,0
SOCFINDE							6,0		6,0
PEPINIERE							5,5		5,5
SODIMEX FR							4,5		4,5
CAMSEEDS							3,2		3,2
MANAGEMENT ASSOCIATES							2,5		2,5
INDUSERVICES FR							2,2		2,2
SOCFINCO							1,5		1,5
TERRASIA							1,2		1,2
INDUSERVICES							0,3		0,3
SOGESCOL CAM							0,3		0,3

Source : Analyse Accuracy, liasses fiscales 2022 des Sociétés de Services

Note : Nous présentons en Annexe 10 le détail de l'endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante à la Date d'Evaluation de SOGESCOL FR et SOCFINCO FR.



5.2. Sociétés *holdings*

Les sociétés *holdings* sont évaluées en réévaluant à leur bilan :

- les titres de participation détenus,
- les Créances de Financement IG dans la limite de la Valeur Recouvrable,
- la position de dette financière nette des sociétés *holdings* à la Date d'Evaluation en ajustant les positions au 31 décembre 2022 des charges et produits opérationnels et financiers ³⁶ constatés jusqu'à la Date d'Evaluation³⁷ (« Ajustements de dette au 23/06/2023 »).

Les sociétés SOCFINAF, SOCFINASIA, PNS LTD et SOCFIN supportent également certains coûts qui ne sont pas refacturés. Nous avons tenu compte de la valeur actuelle de ces coûts de *holding* en retenant les taux d'actualisation suivants :

- pour SOCFINAF, au taux d'actualisation du Pôle Afrique (soit 13,75 %),
- pour SOCFINASIA et PNS LTD, au taux d'actualisation du Pôle Asie (soit 9,65 %) ;
- pour SOCFIN, au taux d'actualisation obtenu en pondérant les taux d'actualisation des Pôles Afrique et Asie par le poids des valeurs de marché des capitaux propres de SOCFINASIA et de SOCFINAF (soit 11,95 %).

³⁶ hors produits et charges intragroupes .

³⁷ Ces charges et produits ont été estimés égaux à ceux observés en 2022.

5.2.1. SOCFINAF

5.2.1.1. BEFIN

La **Figure 15** présente l'ANR de BEFIN.

Figure 15 | ANR de BEFIN

m€	Valeur des capitaux propres	% détention	ANR
Immobilisations corporelles			0,2
SOGB	93,0	73,2 %	68,0
SCC	30,9	70,0 %	21,6
Titres de participation			89,7
Actif immobilisé			89,8
Créances clients			3,1
Dettes fournisseurs			(0,2)
Autres dettes			(0,1)
BFR			2,7
Trésorerie et équivalents de trésorerie			7,5
(Dette financière) / trésorerie nette			7,5
Provisions pour risques et charges			(0,1)
Valeur des capitaux propres			100,0

Sources : *Liasse fiscale 2022 de BEFIN*

5.2.1.2. SAFA

La **Figure 16** présente l'ANR de SAFA.

Figure 16 | ANR de SAFA

m€	Valeur des capitaux propres	% détention	ANR
SAFACAM	14,4	69,1 %	10,0
Titres de participation			10,0
Actif immobilisé			10,0
Créances clients			2,2
Dettes fournisseurs			(0,0)
BFR			2,1
Trésorerie et équivalents de trésorerie			0,1
(Dette financière) / trésorerie nette			0,1
Valeur des capitaux propres			12,2

Sources : *Liasse fiscale 2022 de SAFA*

5.2.1.3. STP INVEST

La **Figure 17** présente l'ANR de STP INVEST.

Figure 17 | ANR de STP INVEST

m€	Valeur des capitaux propres	% détention	ANR
<i>AGRIPALMA</i>	-	88,0 %	-
Titres de participation			-
Actif immobilisé			-
Créances clients			0,2
Dettes fournisseurs			(0,0)
BFR			0,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie			0,0
(Dette financière) / trésorerie nette			0,0
Valeur des capitaux propres			0,2

Sources : *Liasse fiscale 2022 de STP INVEST*

5.2.1.4. SOCFINAF

La **Figure 18** présente l'ANR de SOCFINAF.

Figure 18 | ANR de SOCFINAF

m€	Valeur des capitaux propres	% détention	ANR
<i>OKOMU</i>	144,7	66,4 %	96,0
<i>PSG</i>	35,5	100,0 %	35,5
<i>SRC</i>	-	65,0 %	-
<i>SAC</i>	-	93,0 %	-
<i>BRABANTA</i>	(7,5)	100,0 %	(7,5)
<i>SOCAPALM</i>	115,3	67,5 %	77,8
<i>LAC</i>	-	100,0 %	-
Sociétés de Plantations			201,8
<i>BEFIN</i>	100,0	87,1 %	87,0
<i>SAFA</i>	12,2	100,0 %	12,2
<i>STP INVEST</i>	0,2	100,0 %	0,2
Holdings			99,4
<i>SOCFINCO FR</i>	35,6	50,0 %	17,8
<i>SOGESCOL FR</i>	63,7	50,0 %	31,9
<i>CENTRAGES</i>	8,0	50,0 %	4,0
<i>MANAGEMENT ASSOCIATES</i>	2,5	15,0 %	0,4
<i>SODIMEX FR</i>	4,5	50,0 %	2,2
<i>PEPINIERE</i>	5,5	50,0 %	2,8
<i>SOCFINDE</i>	6,0	20,0 %	1,2
<i>SOCFINCO</i>	1,5	50,0 %	0,8
<i>TERRASIA</i>	1,2	33,3 %	0,4
<i>INDUSERVICES</i>	0,3	30,0 %	0,1
<i>INDUSERVICES FR</i>	2,2	50,0 %	1,1
Sociétés de Services			62,6
Titres de participation			363,8
Actif immobilisé			363,8
Créances de Financement IG (Valeur Recouvrable)			135,6
Créances clients			1,5
Dettes fournisseurs			(0,2)
Dettes fiscales			(1,7)
Autres dettes			(0,1)
BFR			(0,5)
Dettes financières externes			(40,4)
Dettes de financement IG			(134,9)
Trésorerie et équivalents de trésorerie			1,9
Dette financière / trésorerie nette au 31/12/2023			(173,4)
Autres ajustements de dette au 23/06/2023			(2,1)
Dette financière / trésorerie nette au 26/06/2023			(175,5)
Valeur des Coûts de Holding			(15,9)
Valeur des capitaux propres			307,4

Source : Liasse fiscale 2022 de SOCFINAF

Nous présentons en Annexe 8 le détail des Créances de Financement IG (VNC et Valeur Recouvrable) de SOCFINAF.

5.2.2. SOCFINASIA

5.2.2.1. PNS LTD

La **Figure 19** présente l'ANR de PNS LTD.

Figure 19 | ANR de PNS LTD

m€	Valeur des capitaux propres	% détention	ANR
SOCFINDO	223,2	90,0 %	200,9
COVIPHAMA	-	100,0 %	-
Titres de participation			200,9
Actif immobilisé			200,9
Créances de Financement IG			39,9
Créances clients			0,0
Dettes fournisseurs			(0,0)
Dettes fiscales			(0,0)
Autres dettes			(0,0)
BFR			(0,0)
Dettes financières externes			(27,8)
Trésorerie et équivalents de trésorerie			10,8
(Dette financière) / trésorerie nette			(17,0)
Valeur des Coûts de Holding			(4,4)
Valeur des capitaux propres			219,4

Sources : *Liasse fiscale 2022 de PNS LTD*

Nous présentons en Annexe 8 le détail des Créances de Financement IG (VNC et Valeur Recouvrable) de PNS LTD.

5.2.2.2. SOCFINASIA

La **Figure 20** présente l'ANR de SOCFINASIA.

Figure 20 | ANR de SOCFINASIA

m€	Valeur des capitaux propres	% détention	ANR
<i>SOCFIN KCD</i>	3,8	100,0 %	3,8
Sociétés de Plantations			3,8
<i>PNS LTD</i>	219,4	100,0 %	219,4
Holdings			219,4
<i>SOGESCOL FR</i>	63,7	50,0 %	31,9
<i>SOCFINCO FR</i>	35,6	50,0 %	17,8
<i>SOCFINDE</i>	6,0	79,9 %	4,8
<i>CENTRAGES</i>	8,0	50,0 %	4,0
<i>SODIMEX FR</i>	4,5	50,0 %	2,2
<i>MANAGEMENT ASSOCIATES</i>	2,5	15,0 %	0,4
<i>PEPINIERE</i>	5,5	50,0 %	2,8
<i>SOCFINCO</i>	1,5	50,0 %	0,8
<i>TERRASIA</i>	1,2	47,8 %	0,6
<i>INDUSERVICES</i>	0,3	35,0 %	0,1
<i>INDUSERVICES FR</i>	2,2	50,0 %	1,1
Sociétés de Services			66,4
Titres de participation			289,6
Actif immobilisé			289,6
Créances de Financement IG (Valeur Recouvrable)			130,3
Créances clients			1,6
Dettes fournisseurs			(0,2)
Dettes fiscales			(1,9)
Autres dettes			(3,5)
BFR			(4,0)
Dettes financières externes			-
Dettes de financement IG			(0,0)
Trésorerie et équivalents de trésorerie			37,7
Dette financière / trésorerie nette au 31/12/2023			37,7
Autres ajustements de dette au 23/06/2023			(1,3)
Dette financière / trésorerie nette au 26/06/2023			36,4
Valeur des Coûts de Holding			(15,0)
Valeur des capitaux propres			437,2

Sources : Liasse fiscale 2022 de SOCFINASIA

Nous présentons en Annexe 8 le détail des Créances de Financement IG (VNC et Valeur Recouvrable) de SOCFINASIA.

5.3. SOCFIN

La **Figure 21** présente l'ANR de SOCFIN.

Figure 21 | ANR de SOCFIN

m€	Valeur des capitaux propres	% détention	ANR
<i>SOCFINAF</i>	307,4	64,6 %	198,7
<i>SOCFINASIA</i>	437,2	58,3 %	254,7
Holdings			453,4
<i>MANAGEMENT ASSOCIATES</i>	2,5	30,0 %	0,7
<i>TERRASIA</i>	1,2	18,9 %	0,2
<i>INDUSERVICES</i>	0,3	35,0 %	0,1
Sociétés de Services			1,1
Titres de participation			454,5
Actif immobilisé			454,5
Créances de Financement IG (Valeur Recouvrable)			137,4
Créances clients			0,2
Dettes fournisseurs			(0,2)
Dettes fiscales			(0,1)
Autres dettes			(0,3)
BFR			(0,4)
<i>Dettes financières externes</i>			(0,0)
<i>Dettes de financement IG</i>			(113,8)
<i>Trésorerie et équivalents de trésorerie</i>			0,3
Dette financière / trésorerie nette au 31/12/2023			(113,6)
Dividende versé le 8 juin 2023			(7,1)
Autres ajustements de dette au 23/06/2023			(0,8)
Dette financière / trésorerie nette au 26/06/2023			(121,4)
Acompte sur dividende versé le 15 novembre 2023			(7,1)
Dette financière / trésorerie nette au 26/06/2023 ajustée			(128,5)
Valeur des Coûts de Holding			(9,3)
Valeur des capitaux propres			453,6
Nombre d'actions			14 159 270
Valeur par action en €			32,0

Sources : *Liasse fiscale 2022 de SOCFIN*

Nous présentons en Annexe 8 le détail des Créances de Financement IG (VNC et Valeur Recouvrable) de SOCFIN.

Le 15 novembre 2023, la Société a versé un acompte sur dividendes de 0,5 € par action³⁸ pour un total de 7,1 m€. Nous avons déduit ce montant de la Valeur Intrinsèque de l'action SOCFIN afin d'éviter tout double comptage du dividende pour les actionnaires minoritaires qui auraient conservé leur titre et donc déjà touché ce dividende.

³⁸ Source : Communication de SOCFIN sur la décision de son Conseil d'Administration réuni le 26 octobre 2023



A la Date d'Evaluation, le capital de SOCFIN est composé de 14 159 270 actions. Il n'existe aucun autre instrument donnant accès au capital ni aucune action détenue en propre par la Société ou autodétenue dans le cadre d'un contrat de liquidité.

Sur ces bases, nous estimons la Valeur Intrinsèque des capitaux propres de SOCFIN à la Date d'Evaluation de 454 m€, soit un Juste Prix de 32,0 € par action.

A titre d'information, le Juste Prix de 32,0 € par action SOCFIN fait ressortir des primes respectives de 60,9 %, 43,5 %, 48,4 % et 50,6 % par rapport au cours de clôture moyen pondéré par les volumes sur la période d'un mois, trois mois, six mois et douze mois précédant l'annonce du Retrait Obligatoire.

Figure 22 | Primes extériorisées par le Juste Prix

	Cours de bourse moyen pondéré (en €)	Pirme induite par le Prix Obtenu
Cours spot au 29/05/2023	20,80	56,3 %
Dernier mois	20,20	60,9 %
3 derniers mois	22,65	43,5 %
6 derniers mois	21,90	48,4 %
12 derniers mois	21,58	50,6 %

Sources : Capital IQ et analyse Accuracy

Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

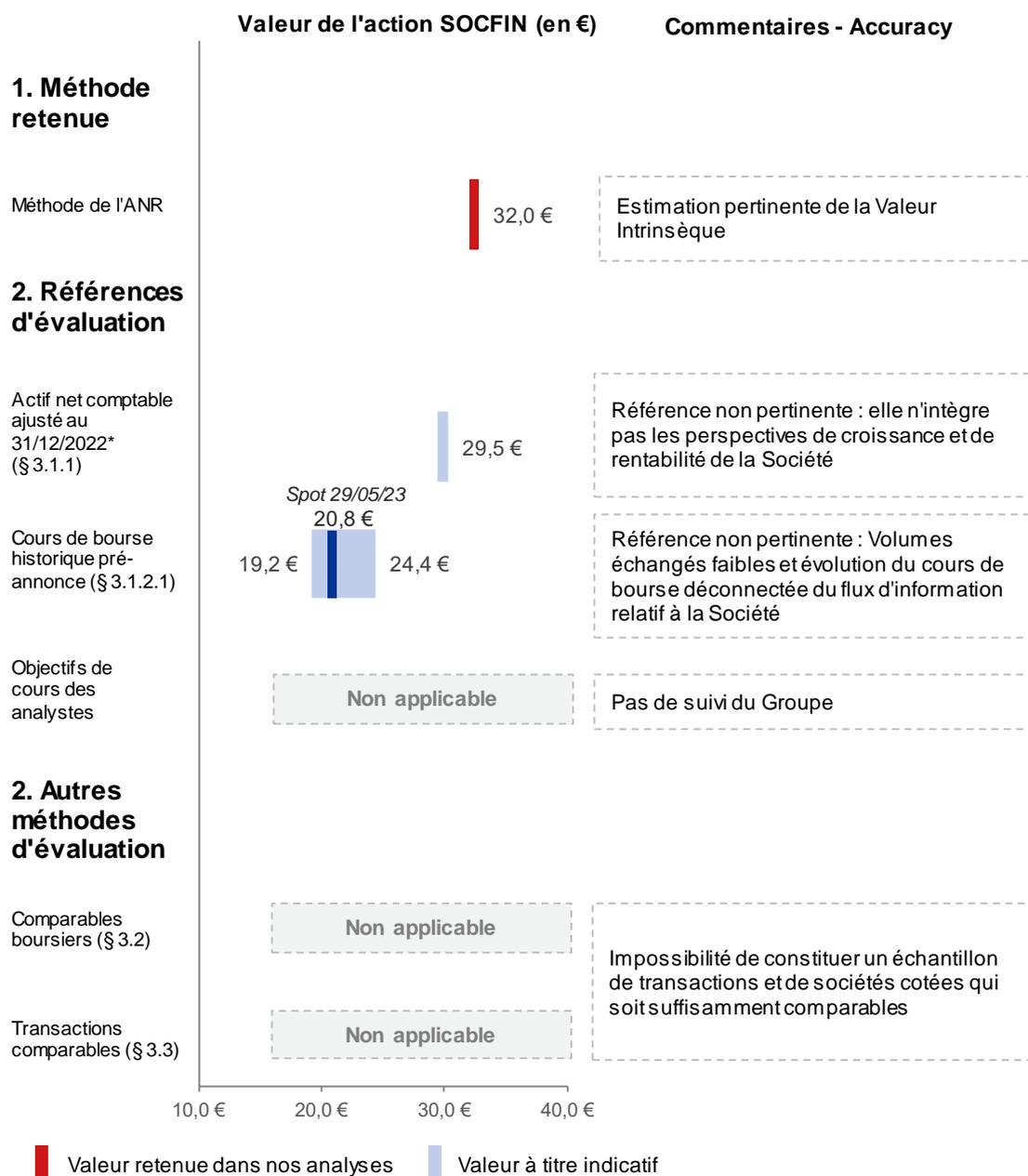
Notons également que la Société a annoncé que le Conseil d'Administration proposera à l'Assemblée Générale des actionnaires du 29 mai 2024 un dividende final de 0,50 euro par action. Il conviendra de déduire ce montant du Juste Prix si le retrait obligatoire devait intervenir postérieurement au versement de ce nouveau dividende.

6. Conclusion

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, nous estimons que le Juste Prix de la Société est de 32,0 € par action.

Le graphique ci-dessous présente de façon synthétique les résultats de notre analyse des différentes références et méthodes d'évaluation disponibles pour l'action SOCFIN.

Synthèses de travaux d'évaluation d'Accuracy

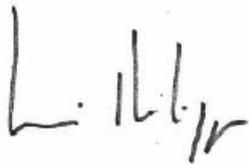


Note* : ANC ajusté des versements de dividende ayant eu lieu les 8 juin et 13 novembre 2023

Enfin, et bien que les transactions intervenues après la Date de l'Evaluation ne puissent être prises en compte dans nos travaux, nous notons que l'Initiateur a acquis sur le marché 239 558 actions au prix de 31,0 € (soit 35 % du flottant existant à la date de l'annonce du projet de Retrait Obligatoire).

Paris, le 28 mai 2024

Pour *Accuracy*,



Henri Philippe
Associé



Guillaume Charton
Directeur



Mathilde de Montigny
Directeur

Annexes

Annexe 1.	Lettre de mission.....	76
Annexe 2.	Déclaration d'indépendance	84
Annexe 3.	Liste des différentes entités du Groupe	86
Annexe 4.	Présentation des Sociétés de Services	90
Annexe 5.	Description des sociétés comparables	91
Annexe 6.	Analyse du cours de bourse et de la liquidité des titres des Sociétés de Plantations et des <i>holdings</i> cotées	93
Annexe 7.	Synthèse des références et méthodes d'évaluation et des taux de change retenus	98
Annexe 8.	Détail des Créances de Financement IG accordées par les sociétés <i>holdings</i>	99
Annexe 9.	Retenues à la source sur les dividendes.....	101
Annexe 10.	Détail de l'endettement financier net et autres actifs (passifs) hors exploitation	102
Annexe 11.	Lettre d'affirmation	103

Annexe 1. Lettre de mission



SOCFIN

Lettre de mission

Expertise indépendante
dans le cadre du retrait obligatoire portant
sur les actions de la Société

Décembre 2023

Transactions

Disputes

Crises

Decisions



LETTRE DE MISSION

Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)
283, route d'Arlon
L-1150 Luxembourg

A l'attention de Service Marchés d'Actifs Financiers II
retrait.rachat@cssf.lu

En présence et avec l'accord de :

Administration and Finance Corporation
4, avenue Guillaume
L-1650 Luxembourg

et

Société Financière des Caoutchoucs
4, avenue Guillaume
L-1650 Luxembourg

Fait à Paris et à Luxembourg, le 7 décembre 2023

Chère Madame, Cher Monsieur,

Faisant suite à nos échanges, la présente lettre a pour objet de vous confirmer nos accords relatifs à la réalisation de travaux d'évaluation financière et la rédaction subséquente d'une attestation d'équité (ci-après les « Services ») pour le compte de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (la « CSSF ») et relative à la Société Financière des Caoutchoucs (« SOCFIN », la « Société »).

Nous comprenons que les Services seront fournis par Accuracy en tant que second expert indépendant dans le cadre d'une procédure de retrait obligatoire qui relève de l'article 4 de la Loi Retrait Rachat définie ci-après et que, conformément à l'article 4 (7) *in fine* de ladite loi, tous les frais relatifs aux Services sont à la charge de l'actionnaire majoritaire (en l'occurrence, la société Administration and Finance Corporation (AFICO)).

L'Annexe A ci-jointe reprenant les conditions de la mission fait partie intégrante desdits accords dans la mesure où ces conditions sont compatibles avec les dispositions de l'article 4 de la Loi Retrait Rachat définie ci-après.

La CSSF et Accuracy seront désignés conjointement comme les « Parties » et, ensemble avec SOCFIN et AFICO, les « Parties Concernées ».

Contexte et objet de la mission

SOCFIN est une société de droit luxembourgeois qui est la société holding du groupe SOCFIN, un acteur majeur de l'agriculture tropicale. SOCFIN est cotée à la Bourse de Luxembourg.



Le 30 mai 2023, le groupe familial Fabri, actionnaire à hauteur de 55,38% de SOCFIN au travers de la société Administration and Finance Corporation (AFICO) et le groupe Bolloré, actionnaire à hauteur de 39,75%, ont conclu un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert ayant pour conséquence le franchissement du seuil de 95% du capital de SOCFIN (ci-après le « Concert »).

A côté de AFICO, le Concert comprend :

1. **Monsieur Hubert Fabri**, né le 28 janvier 1952, à Uccle (Belgique), de nationalité Belge, et domicilié Rougemont (Suisse);
2. **Bolloré Participations SE**, société européenne, ayant son siège social à Odet, 29500 Ergué Gaberic, France, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Quimper sous le numéro 352 730 394;
3. **Compagnie de l'Odet**, société européenne, ayant son siège social à Odet, 29500 Ergué Gaberic, France, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Quimper sous le numéro 056 801 046;
4. **Bolloré SE**, société européenne, ayant son siège social à Odet, 29500 Ergué Gaberic, France, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Quimper sous le numéro 055 804 124;
5. **Compagnie du Cambodge**, société anonyme à directoire et conseil de surveillance, ayant son siège social au 31-32 quai de Dion Bouton, 92800 Puteaux, France, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 552 073 785;
6. **Technifin SA**, société anonyme, ayant son siège social à rue des Pilettes 3, c/o Fiducosult Conseils & Gestion SA, 1700 Fribourg, Suisse, immatriculée auprès du Registre du commerce du canton de Fribourg sous le numéro 102.943.114;
7. **Plantations des Terres Rouges S.A.**, société anonyme, ayant son siège social au 43 boulevard Prince Henri, L-1724 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, immatriculée auprès du Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B71965,; et
8. **Compagnie des Glénans**, société par actions simplifiée, ayant son siège social à Odet, 29500 Ergué Gaberic, France, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Quimper sous le numéro 352 778 187.

Conformément à l'article 4(1) de la loi du 21 juillet 2012 relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire de titres de sociétés admis ou ayant été admis à la négociation sur un marché réglementé ou ayant fait l'objet d'une offre au public (ci-après la « Loi Retrait Rachat » ou la « Loi »), AFICO (« l'Initiateur ») a initié, de concert avec le groupe Bolloré, une procédure de retrait obligatoire des 689 337 actions non détenues par le Concert (ci-après « le Retrait Obligatoire »). Une copie de la Loi est disponible sur le site internet de la CSSF ([lien](#)).

L'article 4 (4) de la Loi dispose que le Retrait Obligatoire doit être exercé « à un juste prix sur base de méthodes objectives et adéquates pratiquées en cas de cessions d'actifs. »

En application de l'article 4 (5) de la Loi, AFICO a ainsi mandaté *BHB & Partners* en qualité d'expert indépendant qui a estimé, dans un rapport en date du 29 juin 2023, le prix d'indemnisation à offrir aux actionnaires minoritaires de SOCFIN à 30,85 € / action (soit une prime de 48% offerte par rapport au cours de clôture du 29 mai 2023).

Plusieurs actionnaires minoritaires de SOCFIN ont fait usage de leur droit d'opposition sur les termes du retrait obligatoire sur base de l'article 4 (6) de la Loi.

Conformément à la possibilité prévue à l'article 4 (7) de la Loi en cas d'opposition(s), la CSSF a demandé à SOCFIN de lui proposer cinq experts remplissant chacun les conditions prévues par la Loi, à savoir un expert indépendant de toute partie concernée et dans le chef duquel il n'existe aucun conflit d'intérêts, qui dispose d'une expérience dans le domaine de la valorisation de valeurs mobilières et qui effectuera son rapport d'évaluation selon des méthodes objectives et adéquates.

C'est dans ce contexte qu'AFICO a sollicité Accuracy en tant qu'expert indépendant.

La CSSF souhaite nommer Accuracy pour lui soumettre un deuxième rapport d'évaluation des actions de SOCFIN. En conformité de ce qui est expressément prévu à l'article 4 (7) de la Loi, Accuracy se référera au jour de la publication du prix proposé par AFICO pour procéder à l'évaluation du juste prix des actions SOCFIN, c'est-à-dire au 29 juin 2023.

Accuracy fournira son rapport d'évaluation à la CSSF, à AFICO et à SOCFIN. AFICO devra ensuite publier ce rapport sans délai conformément aux dispositions légales applicables.

Sur la base du prix issu de ce nouveau rapport et de celui issu du rapport de BHB & Partners, la CSSF déterminera le prix final du Retrait Obligatoire.

Conformément à ce qui est prévu à l'article 4 (7), alinéa 2, *in fine* de la Loi les frais du rapport d'évaluation à établir par Accuracy sont à charge de AFICO.

L'Annexe B ci-jointe présente le programme de travail prévisionnel détaillé tel que nous l'envisageons à ce stade de notre connaissance du dossier.

Déclaration d'indépendance

Accuracy a joint à ce document une déclaration d'indépendance détaillée.

A ce titre, Accuracy confirme qu'au cours des 18 derniers mois, elle n'a effectué aucune mission pour la Société ou ses actionnaires directs ou indirects qui soit susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

Néanmoins, sur cette période, Accuracy a réalisé certaines missions pour le compte de Bolloré et Vivendi. Les honoraires relatifs à ces missions représentent, après vérification, moins de 1% du chiffre d'affaires d'Accuracy sur la période.

Cette déclaration d'indépendance concerne également M. Bruno Husson, associé honoraire d'Accuracy, en charge du contrôle qualité.

Produit fini

Nos travaux seront restitués à la CSSF, la Société et AFICO sous la forme d'un rapport en français détaillant nos travaux d'évaluation de la Société dans le cadre du retrait obligatoire envisagé.

En l'absence de règles luxembourgeoises spécifiques sur les services d'expertise indépendante, nous comprenons que les règles publiées par l'AMF française sur l'expertise indépendante seront prises comme point de référence.

Ce rapport d'expertise comprendra notamment les éléments suivants :

- une présentation synthétique d'Accuracy,
- la liste des missions d'expertise effectuées par le cabinet au cours des vingt-quatre derniers mois,
- un rappel du contexte du Retrait Obligatoire, une analyse des motifs ayant requis l'intervention d'un second expert indépendant et des implications éventuelles sur les contours de notre mission,
- une déclaration d'indépendance,
- la rémunération perçue dans le cadre de notre mission,
- une description détaillée des diligences mises en œuvre pour accomplir notre mission, dont notamment le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées, les sources d'information utilisées et le personnel associé à sa réalisation,
- notre propre estimation de la valeur des actions ordinaires de SOCFIN, en *stand alone*, c'est-à-dire en dehors de tout effet attendu du rapprochement potentiel avec l'Initiateur, selon une approche multicritères,
- une analyse des synergies éventuelles (positives et négatives) anticipées du rapprochement de la Société avec l'Initiateur,



-
- le cas échéant, notre analyse et appréciation des observations écrites effectuées par les actionnaires de la Société et nos réponses à ces observations,
 - notre conclusion sur le juste prix à proposer aux actionnaires minoritaires de SOCFIN dans le cadre du Retrait Obligatoire,
 - une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge du contrôle qualité de notre rapport d'expertise.

Ce rapport sera présenté en même temps à la CSSF, la Société et AFICO au stade de projet pour être discuté et finalisé.

Le contrôle qualité de nos travaux sera réalisé par M. Bruno Husson, associé honoraire d'Accuracy.

M. Husson n'est plus salarié d'Accuracy. Il sera rémunéré sur la base du temps passé pour ses diligences dans le cadre d'une facturation ponctuelle. Il pourra faire appel autant que de besoin à d'autres consultants d'Accuracy dans le cadre de sa mission de contrôle, en particulier si la complexité des modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission le nécessite.

Le contrôle qualité réalisé sous la direction de M. Bruno Husson interviendra en plusieurs temps :

- entretiens au démarrage de la mission portant sur le contexte et les caractéristiques du Retrait Obligatoire, afin de délimiter les difficultés et zones de risques éventuelles,
- relecture critique du rapport pouvant conduire à modifier ou approfondir certaines analyses.

Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (modèle DCF en particulier) feront également l'objet d'une revue analytique par un consultant qui n'a pas participé à la mission.

Calendrier

Sous réserve de l'obtention de l'ensemble des informations nécessaires, nos travaux pourraient débuter immédiatement afin de vous faire part dans les meilleurs délais de notre opinion sur le prix de retrait obligatoire.

Nous estimons à quatre semaines le temps nécessaire pour établir cette opinion.

Limites de notre intervention

Nous attirons votre attention sur le fait que nos travaux seront fondés sur les informations communiquées par la Société (états financiers historiques, budgets et prévisions) et ce sans vérification de ces informations de notre part.

Équipe et moyens matériels

Henri Philippe, Associé de notre société en charge de l'activité évaluations et attestations d'équité, supervisera la réalisation de l'ensemble de la mission. Il sera assisté par Mathilde de Montigny et Guillaume Charton, *Directors*, ainsi que par une équipe de consultants spécialisés dans ce type de mission.

À titre indicatif, et compte tenu de notre connaissance actuelle du dossier et du calendrier fixé pour la réalisation de notre mission, nous anticipons une répartition des heures de travail comme présentée dans le tableau suivant.



Répartition estimée des heures de travail

	Semaine 1	Semaine 2	Semaine 3	Semaine 4	Total
Partner/Director	10	10	20	20	60
Manager	40	40	40	40	160
Analyste	40	40	40		120
Total					340
Revue qualité					
Partner / Director	4	4	4	8	20
					Total (y/c revue qualité) 360

Un CV résumé des différents intervenants sur la mission est présenté en annexe.

En outre, *Accuracy* confirme disposer des moyens matériels nécessaires pour mener à bien une telle mission d'expertise indépendante. En particulier, *Accuracy* dispose :

- d'un accès aux bases de données financières suivantes : *S&P Capital IQ*, *Bloomberg*, *Thomson Reuters* ;
- d'un accès à des bases de données d'études académiques.

Honoraires

Notre rémunération prendra la forme d'honoraires forfaitaires d'un montant de 150 000 (cent cinquante mille) euros hors taxes, frais et débours divers (lesquels s'élèvent à six pour cent de nos honoraires hors taxes).

Ces honoraires et les frais associés seront payables par AFICO à la remise de notre attestation d'équité finale à la CSSF.

Ces honoraires prennent en compte le coût de la revue qualité.

Le montant d'honoraires a été établi sur la base du temps requis par les diligences nécessaires à la conduite de ce type de mission et la rédaction d'un rapport dans les délais susmentionnés.

Dans l'hypothèse où la mission d'*Accuracy* se prolongerait au-delà du calendrier susmentionné et/ou dans le cas où une modification significative des principales caractéristiques du Retrait Obligatoire conduirait *Accuracy* à réaliser des travaux complémentaires, AFICO et *Accuracy* conviennent de fixer d'un commun accord un budget additionnel d'honoraires. Ce budget sera fondé sur la base du temps passé au taux horaire habituellement pratiqué chez *Accuracy* dans ce type de mission en fonction de la séniorité des personnes concernées.

Sur la base de l'équipe mentionnée plus haut, nous estimons le coût hebdomadaire d'une semaine additionnelle à 25 000 euros, hors taxes et frais.

Conflit d'intérêts

En acceptant les termes de la présente lettre, vous reconnaissez nous avoir demandé expressément de fournir les prestations qui y sont décrites et la Société et AFICO (mais non la CSSF) renoncent par avance à toute réclamation fondée sur des allégations de conflit d'intérêts en relation avec ces prestations. Nous nous réservons le droit de mettre fin à tout moment à notre mission dans le cas où nous jugerions que certaines circonstances ne nous permettent pas de poursuivre nos travaux de manière objective.



Intégralité de l'accord

Les Services seront fournis en vertu des dispositions de la présente lettre et de l'annexe A ci-jointe qui fait partie intégrante de la lettre de mission (sous réserve d'une incompatibilité avec les dispositions de l'article 4 de la Loi Retrait Rachat). Cette lettre ainsi que son annexe décrivent l'intégralité de nos accords relatifs aux Services. Elles remplacent et annulent toutes propositions, correspondances et accords antérieurs, qu'ils soient écrits ou oraux, entre les Parties Concernées. Les accords entre les Parties Concernées contenus dans la présente lettre et son annexe ci-jointe demeureront applicables après la réalisation ou la résiliation de la présente mission. Dans le cas d'un conflit entre les dispositions de la présente lettre et l'une quelconque des dispositions figurant en annexe A ("les conditions de la mission"), les dispositions de l'annexe A prévaudront, sauf incompatibilité avec les dispositions de l'article 4 de la Loi Retrait Rachat.

Valeur relative de la lettre de mission

Chaque Partie Concernée reconnaît qu'elle souscrit à la présente lettre de mission sur la base des accords et déclarations contenus aux présentes et à ses propres fins et non pour le bénéfice d'un tiers quelconque n'étant pas expressément identifié aux présentes.

Incessibilité

Chaque Partie Concernée à la présente lettre s'interdit de céder, transférer ou vendre, directement ou indirectement, à un tiers quelconque, toutes créances, qu'elle pourrait avoir à l'encontre d'une autre Partie Concernée, découlant de la présente lettre de mission.

Intuitu personae

La présente lettre de mission est conclue intuitu personae. Aucune des Parties Concernées n'est autorisée à céder ou sous-traiter tout ou partie des obligations qui lui incombent au titre de la présente lettre de mission sans l'accord exprès et préalable des autres Parties Concernées.

Droit applicable

Les Parties Concernées entendent que d'éventuels désaccords ou litiges qui viendraient à les diviser quant à la validité, l'application ou l'interprétation de la présente lettre de mission, soient résolus conformément aux dispositions de droit français.

Litiges

Les Parties Concernées conviennent de soumettre tout différend qui ne serait pas réglé à l'amiable entre elles à la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Paris lorsque Accuracy agit en qualité de défendeur. Les Parties Concernées conviennent de soumettre tout différend qui ne serait pas réglé à l'amiable entre elles à la compétence exclusive des tribunaux de Luxembourg-Ville lorsque la CSSF agit en qualité de défendeur. Cette attribution de compétence s'applique en cas d'appel en garantie ou de pluralité de défendeurs, ainsi qu'en matière de référé.

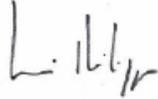
Nous vous remercions de nous confirmer votre accord sur ce qui précède en nous retournant un des deux exemplaires signés de la présente lettre.

Nous sommes honorés de votre confiance et vous assurons de notre volonté de tout mettre en œuvre pour continuer à la mériter.



Veuillez croire, chère Madame, cher Monsieur, à l'expression de nos sentiments distingués,

Accuracy



Henri PHILIPPE
Associé

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

CSSF

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

AFICO

Hubert Fabri
Président

Daniel Haas
Administrateur

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

SOCFIN

François Fabri
Administrateur

Philippe Fabri
Administrateur délégué



Annexe 2. Déclaration d'indépendance

Independent Valuation Services

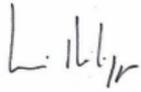
Declaration of independence

Administration And Finance Corporation S.A., a company incorporated as a public limited liability company (*societe anonyme*) under the laws of the Grand Duchy of Luxembourg, having its registered office at 4, Avenue Guillaume, L-1650 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg and registered with the Luxembourg trade and companies register (R.C.S. Luxembourg) under number B5920 ("AFICO") has contacted Accuracy in connection with a potential appointment (the "Engagement") by the *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF) in accordance with Art. 4(7) of the Luxembourg law of 21 July 2021 on the mandatory squeeze-out or sell-out of securities of companies currently admitted to trading on a regulated market or having been offered to the public (the "Law").

Accuracy has conducted the usual checks in matters of independence and conflicts of interest related to the Engagement and noted that:

- Accuracy is not the auditor of AFICO or any of its subsidiaries, shareholders and affiliated entities, including Societe Financiere des Caoutchoucs S.A. ("SOCFIN") or those direct and indirect shareholders of SOCFIN, who are listed in part 3 ("*Identité des personnes agissant de concert avec l'actionnaire majoritaire*") of the notice "*Formulaire pour la notification visée aux articles 3(1) et 10(1) de la loi du 21 juillet 2012 relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire de titres de sociétés admis ou ayant été admis à la négociation sur un marché réglementé ou ayant fait l'objet d'une offre au public (ci-après, la « Loi Retrait Rachat »*)" dated 30 May 2023, made by AFICO and as published by SOCFIN (the "Notice").
- Accuracy does not render services to AFICO or any of its subsidiaries, shareholders and affiliated entities, including SOCFIN or those direct and indirect shareholders of SOCFIN, who are listed in part 3 of the Notice.
- Accuracy's employees who would be assigned to the Engagement do not own any financial interests in AFICO or any of its subsidiaries, shareholders and affiliated entities, including SOCFIN or those direct and indirect shareholders of SOCFIN, who are listed in part 3 of the Notice or any of their respective affiliates and have confirmed they have no conflict of interest in performing the Engagement.
- Accuracy's employees who would be assigned to the Engagement are also independent from all parties concerned by the squeeze-out procedure within the meaning of the Law.
- Accuracy has not conducted any valuations concerning AFICO or any of its subsidiaries, shareholders and affiliated entities, including SOCFIN or those direct and indirect shareholders of SOCFIN, who are listed in part 3 of the Notice or any of their respective affiliates in the framework of a transaction with third parties of any kind within the last 18 months that would alter its independence and objectivity. During that period, Accuracy has worked for Bolloré and Vivendi. The fees generated by these engagements represent less than 1% of Accuracy's total revenues.
- The revenue that would be earned by Accuracy in relation with the Engagement represents a non-significant portion of Accuracy's total revenues.
- None of AFICO or any of its subsidiaries, shareholders and affiliated entities, including SOCFIN or those direct and indirect shareholders of SOCFIN, who are listed in part 3 of the Notice or any of their respective affiliates provided any sales revenue to Accuracy.

Therefore, Accuracy did not identify any potential conflicts of interest or any elements questioning Accuracy's independence as stated in the Law in the context of the Engagement. Accuracy confirms the independence and the absence of any conflicts of interest of its employees that would be assigned to the Engagement.



For Accuracy,
Henri Philippe
Partner

Annexe 3. Liste des différentes entités du Groupe

Sociétés de Plantations en Afrique

1. AGRIPALMA LDA "**AGRIPALMA**" est une société implantée sur l'île de São Tomé et Príncipe spécialisée dans la production d'huile de palme.
2. BRABANTA S.A. "**BRABANTA**" est une société de droit congolais spécialisée dans la production d'huile de palme.
3. LIBERIAN AGRICULTURAL COMPANY "**LAC**" est une société de droit libérien spécialisée dans la production de caoutchouc.
4. SALALA RUBBER CORPORATION "**SRC**" est une société de droit libérien spécialisée dans l'exploitation d'une plantation d'hévéas.
5. OKOMU OIL PALM COMPANY PLC "**OKOMU**" est une société de droit nigérian spécialisée dans la production de produits palmiers et de caoutchouc.
6. SOCIÉTÉS DE PLANTATIONS SOCFINAF GHANA "**PSG**" LTD est une société de droit ghanéen spécialisée dans la production de produits palmiers et de caoutchouc.
7. SOCFIN AGRICULTURAL COMPANY "**SAC**" LTD est une société implantée en Sierra Leone spécialisée dans la production d'huile de palme.
8. SOCIETE AFRICAINE FORESTIERE ET AGRICOLE DU CAMEROUN "**SAFACAM**" S.A. est une société de droit camerounais active dans la production d'huile de palme et la culture d'hévéas.
9. SOCIETE CAMEROUNAISE DE PALMERAIES "**SOCAPALM**" S.A. est active au Cameroun dans la production d'huile de palme et la culture d'hévéas.
10. SOCIETE DES PALMERAIES DE LA FERME SUISSE "**SPFS**" S.A. est active au Cameroun dans la production, la transformation et la commercialisation de l'huile de palme.
11. SUD COMOË CAOUTCHOUC "**SCC**" est une société de droit ivoirien qui a comme activité le traitement et la commercialisation de caoutchouc.
12. SOGB S.A. "**SOGB**" est une société de droit ivoirien spécialisée dans la production de produits palmiers et de caoutchouc.

Sociétés de Plantations en Asie

13. SOCFIN-KCD CO LTD "**SOCFIN-KCD**" est une société de droit cambodgien active dans l'hévéa ³⁹.
14. COVIPHAMA CO LTD "**COVIPHAMA**" est une société de droit cambodgien active dans l'hévéa.
15. SOCFIN-KCD CO LTD "**SOCFIN-KCD**" est une société de droit cambodgien active dans l'hévéa.

Sociétés de Services

16. CAMSEEDS S.A. "**CAMSEEDS**" est une société de droit camerounais spécialisé dans la recherche, le développement et la production de semences (palmier).
17. CENTRAGES S.A. "**CENTRAGES**" est une société de droit belge prestataire de services administratifs et comptables et propriétaire de trois étages de surface de bureaux situés à Bruxelles.
18. IMMOBILIERE DE LA PEPINIERE S.A. "**PEPINIERE**" est une société de droit belge propriétaire de trois étages de surface de bureaux situés à Bruxelles.
19. INDUSERVICES S.A. "**INDUSERVICES**" est une société de droit luxembourgeois dont l'objet est de fournir tous services administratifs à toutes entreprises, organisations et sociétés, notamment tous services de documentation, de tenue de livres et registres, ainsi que toutes activités de représentation, d'étude, de consultation et d'assistance.
20. INDUSERVICES FR S.A. "**INDUSERVICES FR**" est une société de droit suisse dont l'objet est de fournir tous services administratifs à toutes entreprises, organisations et sociétés, notamment tous services de documentation, de tenue de livres et registres, ainsi que toutes activités de représentation, d'étude, de consultation et d'assistance. En outre, elle assure à l'ensemble des sociétés du Groupe l'accès à la plateforme informatique commune.

³⁹ SOCFIN-KCD détient à 100% les 2 sociétés SETHIKULA CO LTD "**SETHIKULA**" et VARANASI CO LTD "**VARANASI**" qui sont deux sociétés de droit cambodgien attributaires de concessions de terrains agricoles.

-
21. MANAGEMENT ASSOCIATES S.A. "**MANAGEMENT ASSOCIATES**" est une société de droit luxembourgeois active dans le transport et propriétaire d'un jet privé.
22. SOCFIN CONSULTANT SERVICES "**SOCFINCO**" S.A. est une société établie en Belgique prestataire de services d'assistance technique, agronomique et financière. Cette société est quasiment une coquille vide en cours de liquidation.
23. SOCFINCO FR S.A. "**SOCFINCO FR**" est une société suisse de services, d'études et de management de Sociétés de Plantations agro-industrielles. Cette société emploie les expatriés en Afrique, reçoit des management fees de la part des Sociétés de Plantations et paie les sous-traitants, réalisant une marge intégrée.
24. SOGESCOL FR S.A. "**SOGESCOL FR**" est une société suisse active dans le commerce de produits tropicaux.
25. SOGESCOL CAMEROUN "**SOGESCOL CAM**" S.A R.L. est une société de droit camerounais active dans le commerce de l'huile de palme au Cameroun.
26. SOCFINDE S.A. "**SOGESCOL CAM**" est une société holding de financement de droit luxembourgeois qui centralise le cashpool du Groupe.
27. SODIMEX FR S.A. "**SODIMEX FR**" est une société de droit suisse active dans le domaine de l'achat et vente de matériel destiné aux Sociétés de Plantations. Elle ne constitue pas un centre de profit.
28. TERRASIA S.A "**TERRASIA**" est une société de droit luxembourgeois propriétaire de bureaux.

Sociétés holdings

29. SOCFINAF S.A. "**SOCFINAF**" est une société holding de droit luxembourgeois dont l'activité est axée principalement sur la gestion de participations actives dans des Sociétés de Plantations situées en Afrique.
30. SOCFINASIA S.A. "**SOCFINASIA**" est une société holding de droit luxembourgeois dont l'activité est axée principalement sur la gestion de participations actives dans des Sociétés de Plantations situées en Asie du Sud-Est.
31. BEREBY-FINANCES "**BEFIN**" S.A. est une société holding de droit ivoirien détenant les sociétés de droit ivoirien SOGB S.A. et SCC.

32. PLANTATION NORD-SUMATRA LTD "**PNS LTD**" S.A. est une société de participation financière établie à Luxembourg, détenant les participations dans PT Socfindo et dans Coviphama Co.

33. SOCIETE ANONYME FORESTIERE AGRICOLE "**SAFA**" est une société de droit français détenant une participation dans une plantation au Cameroun, Safacam S.A.

34. STP INVEST S.A. "**STP INVEST**" est une société de droit belge détenant une participation dans AGRIPALMA.

Annexe 4. Présentation des Sociétés de Services

Figure 23 | Description de l'activité des Sociétés de Services

Société	Pays	Activité
CAMSEEDS	Cameroun	Recherche, développement et production de semences
CENTRAGES	Belgique	Prestataire de services administratifs et comptables et propriétaire de trois étages de surface de bureaux situés à Bruxelles
IMMOBILIERE DE LA PEPINIERE	Belgique	Propriétaire de trois étages de surface de bureaux situés à Bruxelles
INDUSERVICES	Luxembourg	Prestataire de services administratifs au Groupe (documentation, tenue de livres et registres, représentation, étude, consultation, assistance)
INDUSERVICES FR	Suisse	Développement informatique et services administratifs au Groupe (documentation, tenue de livres et registres, représentation, étude, consultation, assistance)
MANAGEMENT ASSOCIATES	Luxembourg	Prestataire de services de transport et propriétaire d'un jet privé
SOCFINCO	Belgique	Prestataire de services d'assistance technique, agronomique et financière (coquille vide en cours de liquidation)
SOCFINCO FR	Suisse	Prestataires de services, d'études et de management de plantations agro-industrielles. Cette société emploie les expatriés en Afrique, reçoit des management fees de la part des plantations et paie les sous-traitants, réalisant une marge intégrée
SOGESCOL FR	Suisse	Commerce de produits tropicaux (la quasi-totalité du caoutchouc du Groupe et d'une partie de l'huile de palme)
SOGESCOL CAM	Cameroun	Commerce de l'huile de palme au Cameroun
SOCFINDE	Luxembourg	Financement et centralisation du cashpool du Groupe
SODIMEX FR	Suisse	Achat et vente de matériel destiné aux plantations, ne constituant pas un centre de profit
TERRASIA	Luxembourg	Propriétaire de bureaux

Source : Rapports annuels SOCFIN 2022, Management

Annexe 5. Description des sociétés comparables

Figure 24 | Description des sociétés comparables

Société	Pays	Regions de ventes ¹	Description activité
Sous-Echantillon Caoutchouc			
China Hainan Rubber Industry		- Asie (45,5%) - Autres (54,5%)	- Plantation et transformation de caoutchouc - Vente de produits à base de caoutchouc (Soie de latex, latex de caoutchouc naturel, caoutchouc conforme aux normes des pneus d'aviation, caoutchouc méridien, colle de couleur claire, et produits en caoutchouc) - Services d'entreposage et de logistique
Sri Trang Agro-Industry		- Asie (66%) - Autres (40%)	- Plantation de caoutchouc, de palmiers et d'arbres de fruits tempérés - Fabrication et distribution de produits en caoutchouc naturel, d'escalator, produits moulés par injection de caoutchouc, flexibles hydrauliques haute pression - Services diverses : Services d'ingénierie (recherche et développement, systèmes d'information), services logistiques et autres (vente de bois de caoutchouc transformé et de gants médicaux, locations immobilières, gestion d'actifs financiers, investissements financiers et services de technologie de l'information)
Halcyon Agri Corp.		- Asie (67%) - Autres (33%)	- Plantation, production et distribution de produits en caoutchouc naturel - Commerce de caoutchouc naturel, latex, caoutchouc synthétique - Fabrication et distribution de produits en plastique
Phuoc Hoa Rubber		- Asie (100%)	- Plantation et transformation de caoutchouc - Vente en gros de caoutchouc, d'engrais et de produits chimiques - Commerce du bois de caoutchouc - Services diverses : vente au détail de produits pétroliers, activités d'investissement financier, travaux de construction industrielle et civile, opérations immobilières, investissements dans l'infrastructure des parcs industriels, zones résidentielles et commerciales, construction et réparation de routes, importation et exportation de marchandises avec des services d'entremise
Sous-Echantillon Huile de palme			
Sime Darby Plantation		- Asie (100%)	- Plantation, transformation et commercialisation de l'huile de palme, le caoutchouc, la noix de coco et la canne à sucre - Activités complémentaires (Élevage de bovins et production de viande bovine, culture de tissus de palmiers à huile, développement de technologies vertes et énergies renouvelables, etc...)
Golden Agri-Resources		- Asie (74%) - Autres (26%)	- Plantation et transformation de l'huile de palme - Vente de produits en vrac (huile de palme brute, palmiste, huile de palmiste, tourteau de palmiste, oléine, stéarine, huile de soja, tourteau de soja), des produits chimiques oléagineux, du Biodiesel à base d'huile de palme et énergies renouvelables et des produits alimentaires transformés (nouilles instantanées, encas, boissons) - Services diverses : Services informatiques (développement d'applications informatiques et des centres de données), services logistiques (chargement portuaire, stockage, emballage, transport) et autres
First Resources		- Asie (86%) - Autres (14%)	- Plantation et transformation de l'huile de palme et de caoutchouc - Production et vente de l'huile de palme, de caoutchouc et autres (biodiesel, huile de palmiste, tourteau de palmiste, oléine raffinée, blanchie et désodorisée (RBD), stéarine RBD)

Figure 25 | Description des sociétés comparables (suite)

Société	Pays	Regions de ventes ¹	Description activité
Sous-Echantillon Huile de palme (suite)			
United Plantations		- Asie (60%) - Autres (40%)	- Plantation de palmiers à huile - Transformation et raffinage de l'huile de palme - Production des huiles comestibles, de graisses et des substituts de beurre de cacao - Services de trading
Astra Agro Lestari		- Asie (100%)	- Plantation de palmiers à huile - Production, raffinage et transformation de l'huile de palme (agro-industrie) - Production et exportation des produits sous forme d'oléine, de stéarine et de PFAD - Activité complémentaire (commerce, transport et élevage)
UIE		- Asie (60%) - Autres (40%)	- Plantation et transformation de l'huile de palme - Plantation de noix de coco
Bumitama Agri		- Asie (100%)	- Plantation, transformation et vente de l'huile de palme brute, de noyaux de palmiste et des produits connexes
Sipef NV		- Asie (50%) - Afrique (1%) - Autres (49%)	- Production et vente de l'huile de palme brute, noyaux de palmier, huile de palmiste, feuilles fumées nervurées, du thé coupé, de bananes et de plantes
M.P. Evans Group		- Asie (100%)	- Gestion et développement de plantations de palmiers à huile - Production et vente de l'huile de palme et de noyaux de palmier - Autres activités : développement immobilier, production de régimes de fruits frais de palmier à huile, prestation de services de conseil agronomique et de gestion
Sarawak Oil Palms		- Asie (93%) - Autres (7%)	- Plantation, transformation et vente de produits dérivés du palmier - Autres activités : fourniture de services d'assurance et de transport, développement de propriétés résidentielles et commerciales, transformation des sous-produits du palmier en engrais, emballage et distribution d'huile de cuisson, vente et distribution de produits alimentaires et de santé, fabrication de biodiesel et produits phytonutriments
Anglo-Eastern Plantations		- Asie (100%)	- Exploitation et développement de plantations agricoles (Palmiers à huile, arbres de fruits, ...) - Production et vente de l'huile de palme brute, de noyaux de palmier, coques de noix, régimes de fruits frais, biomasse et produits de biogaz, plaques de caoutchouc - Exploitation de quatre usines de biogaz fournissant un excédent d'électricité au réseau national
Dharma Satya Nusantara		- Asie (100%)	- Plantation, production et vente d'huile de palme brute, de noyaux de palmier, et d'huile de palmiste - Offre de divers produits du bois : panneaux, revêtements de sols techniques - Production de gaz naturel comprimé à partir des effluents des usines d'huile de palme et des déchets de biomasse
Dekel Agri-Vision		- Chypre (100%)	- Exploitation de plantations d'huile de palme - Vente de l'huile de palme brute, palmiste, huile de palmiste, tourteaux de palmiste - Production et vente de noix de cajou

Source : Capital IQ, rapports annuels 2022 des sociétés

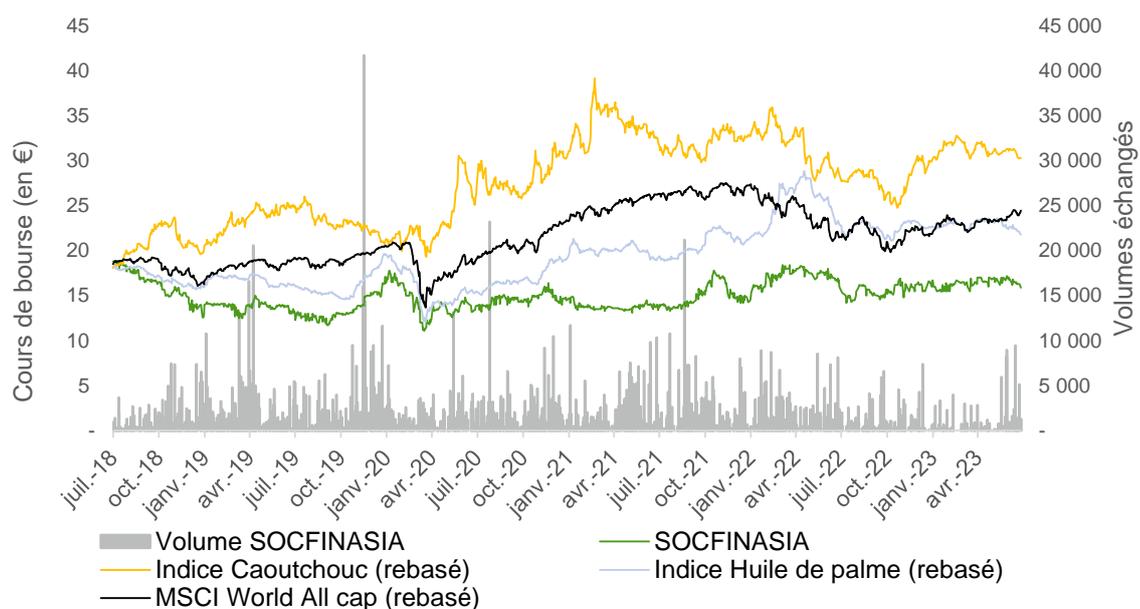
Note : [1] La pourcentage indiqué correspond à la répartition du CA 2022 par région



Annexe 6. Analyse du cours de bourse et de la liquidité des titres des Sociétés de Plantations et des *holdings* cotées

Figure 26 | Analyse du cours de bourse et de la liquidité du titre SOCFINASIA

	Cours de bourse moyen ponderé (en €)	Volume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
Cours spot au 23/06/2023	16,30	100	1 630	0,0 %	100	1 630	0,0 %	0,0 %
Dernier mois	16,79	2 199	36 926	0,0 %	39 580	664 660	0,2 %	0,5 %
3 derniers mois	16,81	1 233	20 721	0,0 %	56 710	953 184	0,3 %	0,8 %
6 derniers mois	16,59	960	15 926	0,0 %	84 460	1 401 509	0,4 %	1,2 %
12 derniers mois	16,02	1 099	17 601	0,0 %	202 200	3 238 520	1,0 %	2,8 %

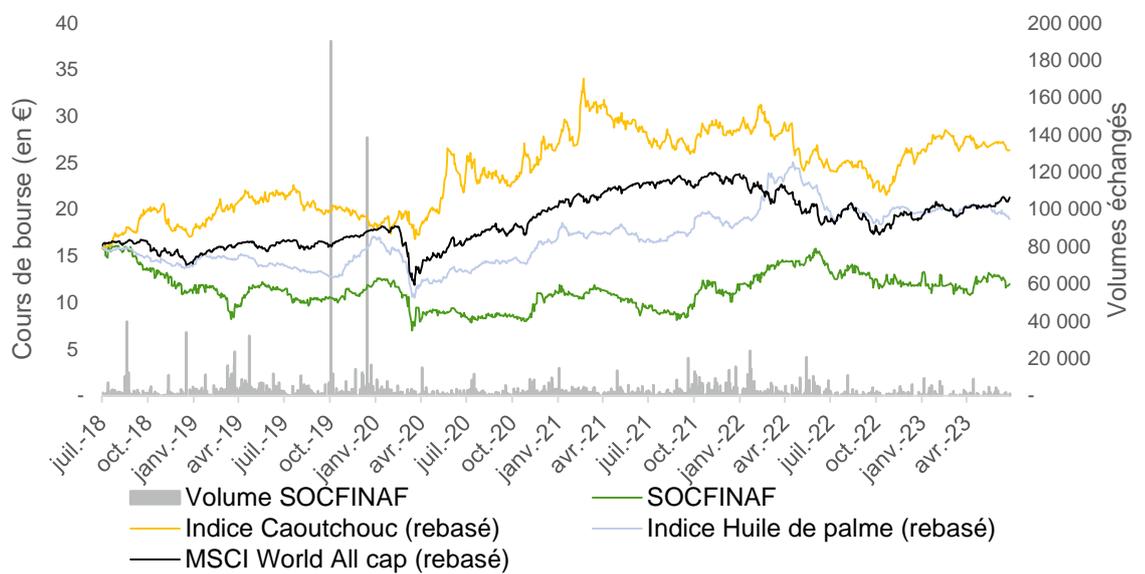


Source : Capital IQ et analyse Accuracy

Note : Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

Figure 27 | Analyse du cours de bourse et de la liquidité du titre SOCFINAF

	Cours de bourse moyen ponderé (en €)	Volume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
Cours spot au 23/06/2023	11,80	-	-	-	-	-	-	-
Dernier mois	12,68	938	11 899	0,0 %	16 890	214 184	0,1 %	0,3 %
3 derniers mois	12,17	1 104	13 430	0,0 %	50 770	617 798	0,3 %	0,9 %
6 derniers mois	12,18	1 165	14 187	0,0 %	102 510	1 248 414	0,6 %	1,7 %
12 derniers mois	12,59	1 195	15 047	0,0 %	219 880	2 768 593	1,2 %	3,7 %



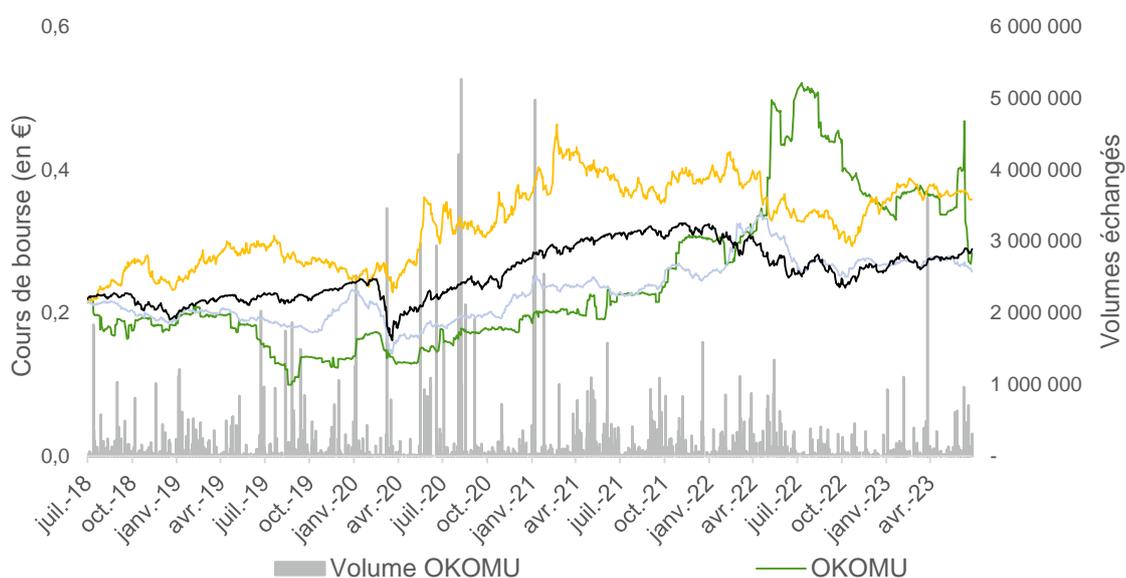
Source : Capital IQ et analyse Accuracy

Note : Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes



Figure 28 | Analyse du cours de bourse et de la liquidité du titre OKOMU

	Cours de bourse moyen ponderé (en €)	Volume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
Cours spot au 23/06/2023	0,27	48 930	13 285	0,0 %	48 930	13 285	0,0 %	0,0 %
Dernier mois	0,36	303 348	108 936	0,0 %	5 460 270	1 960 853	0,6 %	1,8 %
3 derniers mois	0,36	249 235	89 950	0,0 %	11 464 790	4 137 710	1,2 %	3,8 %
6 derniers mois	0,36	196 331	70 775	0,0 %	17 277 160	6 228 156	1,8 %	5,7 %
12 derniers mois	0,39	135 768	52 373	0,0 %	24 981 350	9 636 591	2,6 %	8,3 %



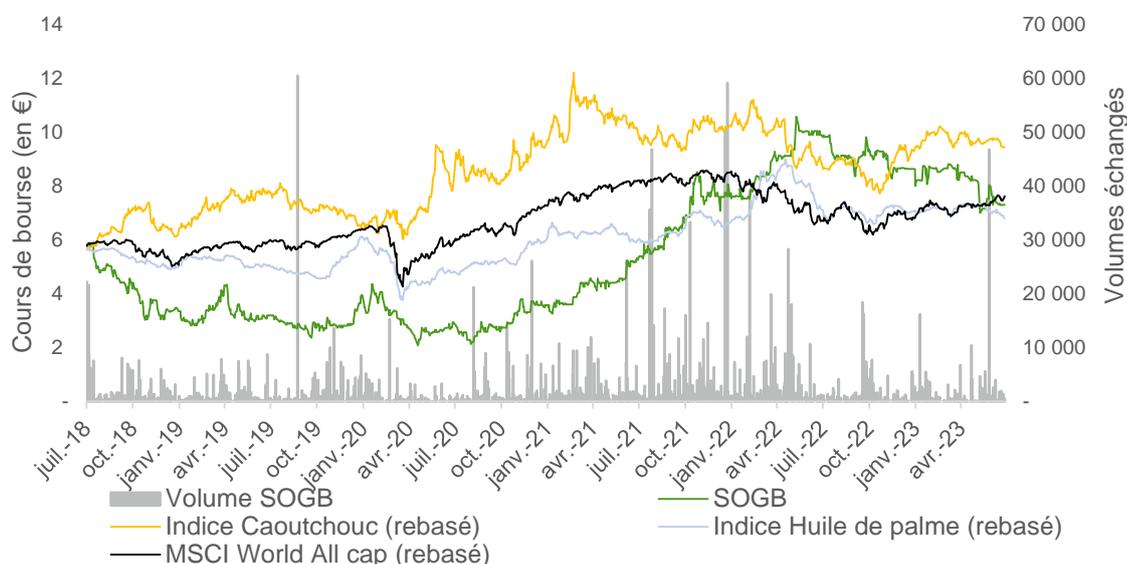
Source : Capital IQ et analyse Accuracy

Note : Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes



Figure 29 | Analyse du cours de bourse et de la liquidité du titre SOGB

	Cours de bourse moyen ponderé (en €)	Volume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
Cours spot au 23/06/2023	7,31	1 970	14 401	0,0 %	1 970	14 401	0,0 %	0,0 %
Dernier mois	7,89	3 535	27 900	0,0 %	63 630	502 206	0,3 %	1,1 %
3 derniers mois	7,91	2 400	18 987	0,0 %	110 390	873 423	0,5 %	1,9 %
6 derniers mois	8,14	2 047	16 658	0,0 %	180 120	1 465 888	0,8 %	3,1 %
12 derniers mois	8,62	1 754	15 117	0,0 %	322 750	2 781 590	1,5 %	5,6 %



Source : Capital IQ et analyse Accuracy

Note : Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes



Figure 30 | Analyse de la liquidité du titre SOCAPALM

	Cours de bourse moyen ponderé (en €)	Volume quotidien moyen		Volume cumulé				
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
2022					2 778	172 198	0,1 %	0,35 %
2021					7 164	255 504	0,2 %	0,91 %

Source : Rapport annuel 2022 BVMAC (Bourse des Valeurs Mobilières en Afrique Centrale)

Figure 31 | Analyse de la liquidité du titre SAFACAM

	Cours de bourse moyen ponderé (en €)	Volume quotidien moyen		Volume cumulé				
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
2022					5 071	166 317	0,4 %	2,04 %
2021					6 080	178 335	0,5 %	2,45 %

Source : Rapport annuel 2022 BVMAC (Bourse des Valeurs Mobilières en Afrique Centrale)

Annexe 7. Synthèse des références et méthodes d'évaluation et des taux de change retenus

Figure 32 | Synthèse des méthodes et références d'évaluation et des taux de change retenus

Sociétés	Pays	Type de sociétés	Méthode/ référence d'évaluation retenue	Devise d'exploitation	Devise du plan d'affaires	Taux de change
OKOMU	Nigeria	Plantations	DCF	NGN	USD	808,6
SOCAPALM	Cameroun	Plantations	DCF	CFA	CFA	656,0
SOGB	Côte d'Ivoire	Plantations	DCF	CFA	CFA	656,0
SAC	Sierra Leone	Plantations	DCF	USD	USD	1,1
PSG	Ghana	Plantations	DCF	GHS	USD	12,0
SCC	Côte d'Ivoire	Plantations	DCF	CFA	CFA	656,0
SAFACAM	Cameroun	Plantations	DCF	CFA	CFA	656,0
LAC	Liberia	Plantations	DCF	USD	USD	1,1
SRC	Liberia	Plantations	DCF	USD	USD	1,1
AGRIPALMA	São Tomé	Plantations	DCF	STD	USD	24,5
BRABANTA	RDC	Plantations	DCF	CDF	USD	2 616,8
SPFS	Cameroun	Plantations	ANC	CFA	n.a.	656,0
SOCFINDO	Indonésie	Plantations	DCF	IDR	USD	16 337,7
SOCFIN KCD	Cambodge	Plantations	DCF	USD	USD	1,1
COVIPHAMA	Cambodge	Plantations	DCF	USD	USD	1,1
SOGESCOL FR	Suisse	Société services	DCF	CHF	n.a.	1,0
SOCFINCO FR	Suisse	Société services	DCF	EUR	n.a.	
CENTRAGES	Belgique	Société services	ANR	EUR	n.a.	
SOCFINDE	Luxembourg	Société services	ANC	EUR	n.a.	
PEPINIERE	Belgique	Société services	ANR	EUR	n.a.	
SODIMEX FR	Suisse	Société services	ANC	EUR	n.a.	
CAMSEEDS	Cameroun	Société services	ANC	CFA	n.a.	656,0
MANAGEMENT ASSOCIATES	Luxembourg	Société services	ANC	EUR	n.a.	
INDUSERVICES FR	Suisse	Société services	ANC	CHF	n.a.	1,0
SOCFINCO	Belgique	Société services	ANC	EUR	n.a.	
TERRASIA	Luxembourg	Société services	ANC	EUR	n.a.	
INDUSERVICES	Luxembourg	Société services	ANC	EUR	n.a.	
SOGESCOL CAM	Cameroun	Société services	ANC	CFA	n.a.	656,0
BEFIN	Côte d'Ivoire	Holding	ANR	CFA	n.a.	656,0
SAFA	France	Holding	ANR	EUR	n.a.	
STP INVEST	Belgique	Holding	ANR	EUR	n.a.	
SOCFINAF	Luxembourg	Holding	ANR	EUR	n.a.	
PNS LTD	Luxembourg	Holding	ANR	USD	n.a.	1,1
SOCFINASIA	Luxembourg	Holding	ANR	EUR	n.a.	
SOCFIN	Luxembourg	Holding	ANR	EUR	n.a.	

Source : Analyse Accuracy

Note : Les taux de change présentés correspondent aux taux de change des banques centrales à la Date d'Evaluation, soit au 23 juin 2023



Annexe 8. Détail des Créances de Financement IG accordées par les sociétés *holdings*

La **Figure 33** détaille les Créances de Financement IG accordées par SOCFINAF par entité.

Figure 33 | Créances de Financement IG accordées par SOCFINAF

m€	Valeur nette comptable ¹	Valeur Recouvrable
SAC	74,5	82,8
LAC	32,3	12,6
PSG	17,0	14,3
SRC	37,5	8,4
AGRIPALMA	18,1	4,5
BRABANTA	19,7	-
INDUSERVICES	0,1	0,1
MANAGEMENT ASSOCIATES	0,3	0,3
SOCFINDE	12,2	12,2
Autres	0,4	0,4
Créances de Financement IG - SOCFINAF	212,1	135,6

Source : Liasse fiscale 2022 de SOCFINAF

Note [1] : VNC des Créances de Financement IG au 31 décembre 2022. Pour les Sociétés de Plantations, SOCFINAF ayant déprécié les valeurs des Créances de Financement IG par le biais de provisions, nous constatons que les VNC de ces créances sont inférieures aux VNC des Dettes de Financement IG.

La **Figure 34** détaille les Créances de Financement IG accordées par SOCFINASIA par entité.

Figure 34 | Créances de financement IG accordées par PNS LTD

m€	Valeur nette comptable ¹	Valeur Recouvrable
COVIPHAMA	22,2	16,1
SOCFIN	13,8	13,8
SOCFINDE	10,0	10,0
Créances de Financement IG - PNS LTD	46,0	39,9

Source : Liasse fiscale 2022 de PNS LTD

Note [1] : VNC des Créances de Financement IG au 31 décembre 2022.

La **Figure 35** détaille les Créances de Financement IG accordées par SOCFINASIA par entité.

Figure 35 | Créances de Financement IG accordées par SOCFINASIA

m€	Valeur nette comptable ¹	Valeur Recouvrable
SOCFIN	100,4	100,4
SOCFIN KCD	17,5	18,9
INDUSERVICES	0,1	0,1
MANAGEMENT ASSOCIATES	0,3	0,3
SOCFINDE	10,5	10,5
Créances de Financement IG - SOCFINASIA	128,8	130,3

Source : Liasse fiscale 2022 de SOCFINASIA

Note [1] : VNC des Créances de Financement IG au 31 décembre 2022. Pour SOCFIN KCD, SOCFINASIA ayant déprécié la valeur de la Créance de Financement IG par le biais d'une provision, nous constatons que la VNC de cette créance est inférieure à la VNC de la Dette de Financement IG.

La **Figure 36** détaille les Créances de Financement IG accordées par SOCFIN par entité.

Figure 36 | Créances de Financement IG accordées par SOCFIN

m€	Valeur nette comptable ¹	Valeur Recouvrable
SOCFINAF	133,9	134,6
MANAGEMENT ASSOCIATES	0,3	0,3
INDUSERVICES	0,1	0,1
SOCFINDE	1,9	1,9
Autres	0,5	0,5
Créances de Financement IG - SOCFIN	136,7	137,4

Source : Liasse fiscale 2022 de SOCFIN

Note [1] : VNC des Créances de Financement IG au 31 décembre 2022. Pour SOCFINAF, SOCFIN ayant déprécié la valeur de la Créance de Financement IG par le biais d'une provision, nous constatons que la VNC de cette créance est inférieure à la VNC de la Dette de Financement IG.

Annexe 9. Retenues à la source sur les dividendes

La **Figure 37** détaille les taux de retenues à la source sur les dividendes propres à chaque pays qui ont été pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

Figure 37 | Retenues à la source sur les dividendes

Entité	Pays	% retenu à la source
SAFACAM	Cameroun	16,5 %
SOCAPALM	Cameroun	16,5 %
SPFS	Cameroun	16,5 %
CAMSEEDS	Cameroun	16,5 %
SOGB	Côte d'Ivoire	15,0 %
SCC	Côte d'Ivoire	15,0 %
BEFIN	Côte d'Ivoire	15,0 %
OKOMU	Nigéria	10,0 %
LAC	Libéria	15,0 %
SRC	Libéria	15,0 %
BRABANTA	RDC	20,0 %
PSG	Ghana	8,0 %
SAC	Sierra Leone	10,0 %
AGRIPALMA	Sao Tomé	10,0 %
SOCFINDO	Indonésie	10,0 %
COVIPHAMA	Indonésie	10,0 %
SOCFIN KCD	Cambodge	14,0 %

Source : Btrade (Bank of Africa)

Annexe 10. Détail de l'endettement financier net et autres actifs (passifs) hors exploitation

La **Figure 38** présente le détail de la trésorerie nette (ou endettement financier net) et des autres actifs (passifs) hors exploitation au 23 juin 2023 des Sociétés de Plantations et des Sociétés de Services bénéficiaires.

Figure 38 | Trésorerie nette / (Endettement financier net) et autres actifs (passifs) hors exploitation au 26 juin 2023

Sociétés	(Dette financière externe) au 31/12/2022	Trésorerie au 31/12/2022	Intérêts financiers S1 2023	Flux de trésorerie S1 2023	(Dette nette externe) estimée au 23/06/2023 [B]	Provision pour risque et charge	Actif d'impôt sur provision	Titres de participation réévalués	Créances de financement IG (Valeur Recouvrable)	Autres ajust. [C]
OKOMU	(13,4)	7,3	(0,6)	6,7	(0,0)	(3,7)	1,1	-	-	(2,6)
SOCAPALM	(18,3)	14,0	(0,1)	6,6	2,1	(1,9)	0,6	9,5	-	8,3
SOGB	(7,2)	5,4	(0,2)	4,1	2,1	(3,9)	1,0	-	-	(2,9)
SAC	(4,7)	1,5	(0,8)	6,3	2,4	-	-	-	-	-
PSG	(6,2)	3,4	(0,1)	3,2	0,4	-	-	-	-	-
SCC	(2,1)	4,2	(0,1)	2,3	4,3	(0,2)	0,1	-	-	(0,2)
SAFACAM	(4,8)	1,8	(0,2)	1,2	(2,0)	(1,7)	0,5	-	-	(1,2)
LAC	(2,6)	1,0	(0,8)	1,1	(1,3)	-	-	-	0,4	0,4
SRC	(0,0)	0,6	(0,2)	0,0	0,4	-	-	-	-	-
AGRIPALMA	-	0,8	(0,0)	(0,2)	0,5	-	-	-	-	-
BRABANTA	-	0,2	(0,1)	(1,2)	(1,1)	(0,0)	0,0	-	-	(0,0)
SOCFINDO	-	11,4	-	15,7	27,1	(35,1)	7,7	-	-	(27,4)
SOCFIN KCD	-	0,8	-	0,9	1,6	-	-	-	-	-
COVIPHAMA	-	0,1	-	0,0	0,1	-	-	-	-	-
SOCFINCO FR	5,3	(8,8)	(0,0)	1,0	(2,6)	-	-	0,2	4,9	5,1
SOGESCOL FR	(1,5)	11,1	(0,6)	2,4	11,3	-	-	0,4	-	0,4

Sources : Plans d'Affaires et liasses fiscales 2022 des Sociétés de Plantations et Sociétés de Services

Annexe 11. Lettre d'affirmation



SOCIETE FINANCIERE DES CAOUTCHOUCS

SOCFIN S.A.

Siège social
4, AVENUE GUILLAUME
L-1650 LUXEMBOURG
Téléphone (352) 44 28 77
Téléfax (352) 44 28 77 50
E-mail: info@socfin.com
www.socfin.com

M. Henri PHILIPPE
Accuracy
16, avenue Matignon
75008 Paris

Luxembourg, le 28 février 2024

Monsieur,

Après avoir examiné les candidatures de cinq experts proposés par SOCFIN, la CSSF, AFICO et SOCFIN ont désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant afin de leur soumettre un second rapport d'évaluation des actions SOCFIN dans le cadre du projet retrait obligatoire initié par AFICO (« AFICO » ou « l'Initiateur ») sur les actions SOCFIN (le « Groupe » ou la « Société »).

Nous vous confirmons que toutes les informations utiles pour servir les objectifs de votre mission vous ont été communiquées. En particulier que les données prévisionnelles du Groupe présentées dans les plans d'affaires des différentes sociétés de plantations qui vous ont été communiqués ont été établies sous notre responsabilité et reflétaient notre meilleure perception des flux prévisionnels pour chaque plantation au moment de la date d'évaluation, soit au 23 juin 2023.

Nous vous confirmons que nous n'avons pas l'attention dans un avenir prévisible de céder le contrôle de la Société ou de ses principaux actifs.

Nous vous confirmons qu'à la date d'évaluation, aucun élément ne permettait de remettre en question la réalisation des plans d'affaires, à l'exception des points suivants qui sont intervenus entre la construction des plans d'affaires et la date d'évaluation :

- au Cameroun, l'augmentation du prix de vente de l'huile de palme de près de 22% et le niveau de taxe foncière qui impactent les sociétés SOCAPALM et SAFACAM,
- au Nigeria, la décision gouvernementale de ne plus soutenir artificiellement son cours a entraîné quelques jours avant la date d'évaluation une baisse de près de 45% de sa valeur par rapport à l'euro,
- le Ghana qui fait face depuis l'été 2022 à une crise majeure de sa dette a vu son cours fortement diminué.

Nous vous confirmons que ces plans d'affaires n'intègrent aucune inflation et que les surfaces plantées ont vocation à rester stables sur toute la période. Notamment, il n'existe pas de projet d'extension majeure des dites plantations.

Registre de Commerce de Luxembourg B 5937



Par ailleurs, les agrégats financiers des plans d'affaires des sociétés dont l'exploitation est réalisée en devise locale ont été convertis en USD aux taux suivants :

	EUR/USD	EUR/NGN	EUR/IDR	EUR/GHS	EUR/STD	EUR/FCFA
PFA 2022	1.13	450.00	15 214.00	7.55	24.50	665.957
2023	1.11	450.00	15 356.00	9.00	24.50	665.957
2024	1.15	450.00	15 974.00	9.00	24.50	665.957
2025	1.16	450.00	16 283.00	8.66	24.50	665.957
2026	1.16	450.00	16 592.00	8.66	24.50	665.957
2027	1.16	450.00	17 004.00	8.66	24.50	665.957
Suite	1.16	450.00	17 004.00	8.66	24.50	665.957

Nous vous confirmons qu'à la date de l'évaluation, l'Offre vise les 689 337 actions non détenues par le concert formé par AFICO et le groupe Bolloré. Depuis cette date, AFICO a procédé au rachat de 239 558 actions au prix de 31,0 €.

Nous vous confirmons que, à la date d'évaluation, le capital de SOCFIN est composé de 14 159 270 actions et qu'il n'existe aucun autre instrument donnant accès au capital ni aucune action détenue en propre par la Société ou autodétenue dans le cadre d'un contrat de liquidité.

Nous n'avons pas connaissance à ce jour d'éléments relevés par nos commissaires aux comptes dans le cadre de ses travaux sur les comptes au 31 décembre 2023 susceptibles de remettre en cause votre appréciation du caractère équitable de l'Offre.

En outre, lecture faite de votre rapport, nous vous confirmons que nous n'avons connaissance d'aucun fait ou circonstance qui pourrait rendre vos travaux inexacts, trompeurs ou inappropriés.

Veillez agréer, Monsieur, l'expression de nos sentiments les meilleurs.

SOCFIN S.A.


Philippe FABRI
Administrateur


François FABRI
Administrateur