

Société Financière des Caoutchoucs S.A.

Rapport d'évaluation relatif au retrait obligatoire des actions

Luxembourg, le 29 juin 2023

Table des matières

1	Introduction.....	5
1.1	Résumé de l'avis	6
1.2	Considérations clés.....	6
1.3	Autres considérations.....	6
1.4	Prescriptions légales.....	7
2	Périmètre du Rapport d'Évaluation.....	8
2.1	Base des travaux d'évaluation.....	8
2.2	Méthodologies d'évaluation.....	8
2.3	Informations utilisées et clauses limitatives	9
2.4	Procédures.....	10
2.5	Déclaration d'indépendance	11
3	Aperçu du groupe SOCFIN	12
3.1	Présentation de la société	12
3.2	Aperçu historique avec étapes clés de la société.....	12
3.3	Organigramme à la Date d'Évaluation.....	13
3.4	Structure de l'actionnariat	16
3.5	Analyse du cours de bourse.....	16
4	Présentation des méthodes d'évaluation	19
4.1	Méthodes d'évaluation pour les sociétés holding	21
4.1.1	Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés holding	21
4.1.2	Méthodes d'évaluation non retenues pour les sociétés holding.....	22
4.1.3	Charges et financements intra-groupe.....	22
4.2	Méthodes d'évaluation pour les plantations	22
4.2.1	Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations	23
4.2.2	Méthodes d'évaluation non retenues pour les plantations.....	27
4.3	Méthodes d'évaluation pour les sociétés opérationnelles et les autres entités	28
4.3.1	Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés opérationnelles et autres sociétés	28
4.3.2	Méthodes d'évaluation non retenues pour les sociétés opérationnelles et autres sociétés	30
4.4	Considérations relatives aux primes et décotes.....	30
4.4.1	Décote d'illiquidité	30

4.4.2	Prime de contrôle et décote de non-contrôle.....	30
4.4.3	Décote de holding.....	31
4.4.4	Applicabilité de décotes ou primes	31
5	Évaluation de l'action SOCFIN	33
5.1	SOCFINAF.....	33
5.2	SOCFINASIA.....	36
5.3	SOCFIN.....	38
5.3.1	Valeur des participations et créances	38
5.3.2	Méthode d'évaluation SOTP.....	39
5.3.3	Décote de holding.....	40
5.4	Autres considérations.....	41
5.4.1	Cours historique de l'action depuis l'annonce du Retrait Obligatoire	41
5.4.2	Références aux valeurs de SOCFINAF et de SOCFINASIA dans le rapport annuel 2022 de SOCFIN	42
5.4.3	Transactions internes	43
5.4.4	Transaction envisagée entre groupe Bolloré et groupe familial Fabri post Retrait Obligatoire	43
6	Conclusion	45
7	Annexes	46
7.1	Annexe A : Évaluation des Plantations	46
7.1.1	Annexe A1 : Évaluation de OKOMU.....	46
7.1.2	Annexe A2 : Évaluation de SOGB.....	48
7.1.3	Annexe A3 : Évaluation de SCC.....	50
7.1.4	Annexe A4 : Évaluation de SOCAPALM.....	51
7.1.5	Annexe A5 : Évaluation de SAFACAM.....	53
7.1.6	Annexe A6 : Évaluation de PSG	55
7.1.7	Annexe A7 : Évaluation de LAC.....	56
7.1.8	Annexe A8 : Évaluation de SRC.....	57
7.1.9	Annexe A9 : Évaluation de AGRIPALMA	58
7.1.10	Annexe A10 : Évaluation de SAC.....	59
7.1.11	Annexe A11 : Évaluation de BRABANTA.....	60
7.1.12	Annexe A12 : Évaluation de SOCFINDO.....	61
7.1.13	Annexe A13 : Évaluation de SOCFIN-KCD	62
7.1.14	Annexe A14 : Évaluation de COVIPHAMA	63
7.2	Annexe B : Évaluation des Holdings	64

7.2.1	Annexe B1 : Évaluation de BEREBY-FINANCES (BEFIN)	64
7.2.2	Annexe B2 : Évaluation de SOCAPALM.....	65
7.2.3	Annexe B3 : Évaluation de SAFA.....	66
7.2.4	Annexe B4 : Évaluation de STP Invest	67
7.2.5	Annexe B5 : Évaluation de LAC.....	68
7.2.6	Annexe B6 : Évaluation de PNS LIMITED	69
7.2.7	Annexe B7 : Évaluation de SOCFIN-KCD	70
7.2.8	Annexe B8 : Évaluation de SOCFINCO FR	71
7.2.9	Annexe B9 : Évaluation de SOGESCOL FR.....	72
7.3	Annexe C : Évaluation des Sociétés Opérationnelles et autres entités.....	73
7.3.1	Annexe C1 : Entités opérationnelles	73
7.3.2	Annexe C2 : Autres entités	74
7.4	Annexe D : Estimation du taux d'actualisation.....	76
7.4.1	Annexe D1 : Coût des capitaux propres des plantations.....	76
7.4.2	Annexe D2 : Coût des capitaux propres des entités opérationnelles et autres sociétés	77
7.5	Annexe E : Déclarations	79
7.5.1	Annexe E1 : Qualifications	79
7.5.2	Annexe E2 : Non-responsabilité	79
7.5.3	Annexe E3 : Indépendance	79
7.5.4	Annexe E4 : Consentement	79
7.6	Annexe F : Travaux effectués, sources d'informations, et personnes ayant fourni des informations....	80
7.6.1	Annexe F1 : Travaux effectués	80
7.6.2	Annexe F2 : Diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du Rapport d'Évaluation.....	81
7.6.3	Annexe F3 : Sources des informations utilisées	82
7.6.4	Annexe F4 : Principaux interlocuteurs et personnes ayant fourni des informations.....	85
7.7	Annexe G : Glossaire.....	86
7.8	Annexe H : Liste des Figures et Tableaux	87

1 Introduction

Société Financière des Caoutchoucs S.A. (« **SOCFIN** »), une société de droit Luxembourgeois (inscrite au Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous la référence B5937 et ayant son siège social au 4 Avenue Guillaume, L-1650 Luxembourg), est la société holding de tête du groupe SOCFIN, c'est-à-dire de SOCFIN ensemble avec toutes ses filiales (le « **Groupe SOCFIN** »), un acteur majeur de l'agriculture tropicale. SOCFIN est cotée à la Bourse de Luxembourg sous le numéro ISIN LU0027967834.

En date du 30 mai 2023, le groupe familial Fabri, actionnaire à hauteur de 55,38% du capital de SOCFIN et le groupe Bolloré actionnaire à hauteur de 39,75% du capital de SOCFIN, 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. Les 4,87% restants des actions en circulation de SOCFIN, soit 689.337 actions, (collectivement les « **Actions Minoritaires** ») sont détenus par des actionnaires minoritaires (les « **Actionnaires Minoritaires** »).

À la même date (30 mai 2023), compte tenu du franchissement du seuil de 95% du capital de SOCFIN, la société Administration and Finance Corporation S.A. (« **AFICO** »), une société de droit Luxembourgeois (inscrite au Registre de Commerce et des Sociétés luxembourgeois sous la référence B5920 et ayant son siège social au 4 Avenue Guillaume, L-1650 Luxembourg) en tant qu'actionnaire majoritaire au sens de l'article 3(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 respectivement l'« **Actionnaire Majoritaire** » et la « **Loi** »), a informé la Commission de Surveillance du Secteur Financier (la « **CSSF** ») de sa décision d'exercer son droit de retrait obligatoire selon les modalités prévues par l'article 4(3) de la Loi (le « **Retrait Obligatoire** ») sur l'ensemble des 689.337 actions de SOCFIN que l'Actionnaire Majoritaire ne détient pas encore directement ou indirectement.

Le même jour, SOCFIN a informé les Actionnaires Minoritaires de la décision de l'Actionnaire Majoritaire d'exercer son droit de retrait obligatoire. En vertu de l'article 4(5) de Loi « Dans le mois de la notification de l'exercice du droit de retrait obligatoire conformément au paragraphe 3, l'actionnaire majoritaire communique à la CSSF le prix proposé et un rapport d'évaluation des titres et, le cas échéant, des autres valeurs mobilières couvertes par le retrait obligatoire ».

La Loi stipule en outre que « Ce rapport d'évaluation devra être établi aux frais de l'actionnaire majoritaire par un expert de son choix, indépendant de toute partie concernée et dans le chef duquel il n'existe aucun conflit d'intérêts ».

Dans ce contexte, l'Actionnaire Majoritaire a désigné BHB & Partners S.A., société anonyme ayant son siège social au 17 rue des Bains, L-1212 Luxembourg et immatriculée auprès du Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B239074 (« **BHB & Partners** » ou « **nous** ») en tant qu'expert indépendant au sens de la Loi afin de procéder à la détermination d'un juste prix applicable aux 689.337 actions de SOCFIN objet du Retrait Obligatoire (le « **Juste Prix** ») et de rédiger le rapport d'évaluation prévu par la Loi (le « **Rapport d'Évaluation** »).

Le Rapport d'Évaluation se réfère à la date du 23 juin 2023 comme date d'évaluation (la « **Date d'Évaluation** ») et est basé sur les derniers comptes financiers disponibles de SOCFIN et de ses filiales en date du 31 décembre 2022 (la « **Date des Comptes** »), correspondant aux états financiers les plus récents et les plus fiables qui étaient disponibles à la Date d'Évaluation. Dans la mesure appropriée et/ou indiquée dans le cadre de la détermination du Juste Prix le cas échéant, nous avons pris en compte tout événement de nature significative survenu entre la Date des Comptes et la Date d'Évaluation dont nous avons été informés.

Par ailleurs, il est à noter qu'à l'issue du Retrait Obligatoire des actions de SOCFIN, le groupe Bolloré cèdera une participation à hauteur de 5% du nombre total d'actions de SOCFIN au groupe familial Fabri, au prix du Retrait Obligatoire.

1.1 Résumé de l'avis

Sur la base de nos analyses, nous sommes d'avis que le Juste Prix dans le contexte du Retrait Obligatoire est de EUR 30,85 par action de SOCFIN à la Date d'Évaluation.

Nous reconnaissons que le Rapport d'Évaluation sera rendu public et communiqué à toutes les parties concernées, y compris les Actionnaires Minoritaires et la CSSF.

1.2 Considérations clés

Notre avis est basé uniquement sur les informations mises à notre disposition à la date du présent rapport, et comme spécifié dans l'annexe « 7.6.3 Annexe F3 : Sources des informations utilisées ». Nous soulignons que nous n'avons pas mis à jour le Rapport d'Évaluation pour tenir compte d'événements ou de circonstances relatives au Groupe SOCFIN survenus après la Date des Comptes, autres que ceux de nature significative, dont nous avons été informés, et qui auraient un impact sur notre évaluation.

Aux fins du Rapport d'Évaluation, ces événements ou circonstances sont considérés comme significatifs si leur omission ou leur inexactitude est susceptible d'influencer les décisions économiques des lecteurs du Rapport d'Évaluation. Nous renvoyons les lecteurs du Rapport d'Évaluation aux conditions limitatives et aux informations utilisées dans la section « 2.3 Informations utilisées et clauses limitatives ».

1.3 Autres considérations

Dans le cadre de la présente évaluation, nous nous sommes appuyés sur des méthodes objectives et adéquates, que nous avons jugées à la fois reconnues et pertinentes dans le contexte spécifique du Retrait Obligatoire. Par conséquent, notre avis ne tient pas compte de la situation financière, des objectifs ou des besoins individuels des Actionnaires Minoritaires. Il est extrêmement difficile, voire impossible d'évaluer les implications du prix proposé pour chaque actionnaire minoritaire étant donné que leur situation financière n'est pas connue.

Notre Rapport d'Évaluation a été préparé conformément aux dispositions de la Loi. Ainsi, nous avons préparé le Rapport d'Évaluation uniquement dans le but de déterminer un Juste Prix pour les Actionnaires Minoritaires dans le cadre du Retrait Obligatoire en tant qu'expert indépendant. Nous déclinons toute responsabilité vis-à-vis de tout tiers qui se serait appuyé sur le Rapport d'Évaluation pour des fins autres que celles mentionnées dans la rubrique « 1 Introduction ».

Tous les montants en devises figurant dans le présent Rapport d'Évaluation sont exprimés en dollars américains (« USD » ou « \$ ») ou en euros (« EUR » ou « € »). Sauf indication contraire, les devises ont été converties en EUR ou en USD sur base des taux de change extraits de S&P Capital IQ à la Date d'Évaluation.

L'avis ci-dessus doit être considéré conjointement avec, et non pas indépendamment, les informations contenues dans le Rapport d'Évaluation, y compris ses annexes.

1.4 Prescriptions légales

La loi relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire est entrée en vigueur en date du 21 juillet 2012.

Le terme « retrait obligatoire » se réfère au droit de l'actionnaire majoritaire d'acquérir obligatoirement les titres de tous les actionnaires minoritaires d'une société. À l'inverse, le terme « rachat obligatoire » ou « retrait obligatoire inverse » désigne le droit d'un actionnaire minoritaire de demander l'achat de ses actions à l'actionnaire majoritaire.

La Loi régit les retraits obligatoires, les rachats obligatoires et certaines obligations de notification et d'information, lorsqu'une société a son siège social au Luxembourg et que tout ou partie de ses titres :

- (i) sont admis à la négociation sur un marché réglementé dans un ou plusieurs Etats membres de l'Union européenne ; ou
- (ii) ont été admis sur un marché réglementé dans un ou plusieurs Etats membres, mais ne le sont plus, à condition que la date à laquelle le retrait de la négociation sur un tel marché réglementé est devenu effectif ne remonte pas à plus de cinq ans; ou
- (iii) ont fait l'objet d'une offre au public qui ne remonte pas à plus de cinq ans.

Le terme « actionnaire majoritaire » est défini par la Loi comme toute personne physique ou morale, qui détient, seule ou avec des personnes agissant de concert avec elle, directement ou indirectement, des titres lui conférant au moins 95 pour cent du capital assorti de droits de vote et 95 pour cent des droits de vote d'une société.

Par le terme « personnes agissant de concert », la Loi entend les personnes physiques ou morales qui coopèrent avec un détenteur de titres sur la base d'un accord, formel ou tacite, oral ou écrit, visant à contrôler la société;

Et « titres » sont définis par la Loi comme les valeurs mobilières auxquelles sont attachés des droits de vote dans une société, y compris les certificats représentatifs d'actions auxquels est attachée la possibilité de donner une instruction de vote.

Un actionnaire majoritaire qui décide d'exercer son droit de retrait obligatoire ou étant soumis à un droit de rachat obligatoire doit fournir à la CSSF un juste prix proposé pour les titres et un rapport d'évaluation préparé par un expert indépendant. Selon l'article 4(4) de la Loi, « le retrait obligatoire doit être exercé à un juste prix sur base de méthodes objectives et adéquates pratiquées en cas de cessions d'actifs ».

2 Périmètre du Rapport d'Évaluation

2.1 Base des travaux d'évaluation

Le 30 mai 2023, l'Actionnaire Majoritaire a notifié à la CSSF sa décision d'exercer son droit de retrait obligatoire tel que stipulé par la Loi. Par conséquent, un rapport d'évaluation doit être préparé par un expert indépendant conformément aux exigences de la Loi.

L'évaluation a été préparée à la Date d'Évaluation conformément à l'article 4 de la Loi, qui stipule que le retrait obligatoire envisagé doit être exercé à un juste prix sur base de méthodes objectives et adéquates pratiquées en cas de cessions d'actifs. L'évaluation a pris en compte, si approprié et/ou indiqué, tout événement ou circonstance de nature significative survenu au cours de la période suivant la Date d'Évaluation et jusqu'à la date du rapport dont le Management nous a informé.

Bien que le « juste prix » ne soit pas défini dans la Loi, cette dernière stipule que le juste prix doit être déterminé selon des méthodes objectives et adéquates pratiquées en cas de cessions d'actifs (voir article 4 de la Loi). Aux fins du présent Rapport d'Évaluation, et sur la base de notre expérience professionnelle dans le domaine de l'évaluation des valeurs mobilières, nous nous sommes appuyés sur les recommandations du *International Valuation Standards Council* (« **IVSC** ») pour définir le terme « juste prix » comme « le montant estimé pour lequel un actif ou un passif devrait être échangé à la date d'évaluation entre un acheteur et un vendeur consentants dans le cadre d'une transaction dans des conditions de concurrence normale, après une commercialisation appropriée et lorsque les parties ont chacune agi en connaissance de cause, avec prudence et sans crainte ». Le juste prix ne reflète pas des caractéristiques d'un actif qui ont de la valeur pour un propriétaire ou un acheteur spécifique et qui ne sont pas disponibles pour d'autres acheteurs sur le marché.

Notre estimation du Juste Prix est principalement basée sur des informations mises à notre disposition par l'Actionnaire Majoritaire et la direction de SOCFIN (le « **Management** »), des recherches sectorielles, des informations publiques sur des sociétés/transactions comparables et des discussions avec le Management.

2.2 Méthodologies d'évaluation

SOCFIN est une société holding. Par conséquent, la valeur de ses actions est étroitement liée à la valeur de ses participations, dont les plantations, les entités opérationnelles (hors-plantations) et les sous-holdings (veuillez-vous référer à la section « 3 Aperçu du groupe SOCFIN » pour une description des participations).

Compte tenu de la nature des activités du Groupe SOCFIN, nous avons considéré comme méthodologie principale l'approche de la somme des parties (« **SOTP** » ou *sum-of-the-parts approach* selon la terminologie anglo-saxonne), également communément appelée actif net réévalué (« **ANR** »), afin de déterminer un juste prix par action de SOCFIN.

Cette approche combine notamment la juste valeur des diverses participations de SOCFIN, chacune d'entre elles étant évaluée séparément, afin d'obtenir la juste valeur des actions SOCFIN. Les méthodologies utilisées pour calculer la juste valeur des participations de SOCFIN sont les suivantes :

- L'approche par les revenus sur base de l'actualisation des flux de trésorerie ;
- L'approche de l'actif net réévalué ; et,
- L'approche de marché basée sur des multiples, afin de corroborer les résultats des approches précédentes, dans la mesure applicable.

Pour plus de détails sur les méthodologies utilisées, leur sélection et leur application, voir la section « 4 Présentation des méthodes d'évaluation ».

2.3 Informations utilisées et clauses limitatives

Dans le cadre de l'élaboration du présent rapport, nous avons analysé et nous nous sommes basés sur les informations écrites et les explications fournies par le Management. Nous nous sommes également appuyés sur des informations issues de sources publiques. Une liste des informations fournies par le Management sur lesquelles nous nous sommes appuyés est présentée en annexe du présent Rapport d'Évaluation en section (« 7.6.3 Annexe F3 : Sources des informations utilisées »).

Nous avons considéré que toutes les informations qui nous ont été fournies par le Management sont fiables. SOCFIN et le Management restent responsables de l'exhaustivité et de l'exactitude de toutes les informations fournies. Le 29 juin 2023, nous avons reçu une lettre d'affirmation (la « **Lettre d'Affirmation** ») signée par le Management confirmant que les informations utilisées comme base dans le cadre de la présente évaluation représentent le meilleur niveau de connaissance et d'attentes du Management de SOCFIN concernant la situation financière actuelle et future du Groupe SOCFIN.

La Lettre d'Affirmation confirme également que le Management n'a pas connaissance et ne dispose pas, à la date du présent Rapport d'Évaluation, d'informations qui pourraient avoir un impact significatif sur la situation financière actuelle et future du Groupe SOCFIN, et qui seraient, in fine, susceptibles d'affecter de manière significative la conclusion de notre travail.

Conformément au périmètre de nos travaux, les informations fournies, et en particulier les informations financières prospectives, n'ont fait l'objet d'aucune procédure de validation ou de vérification indépendante de la part de BHB & Partners. Nous n'avons pas évalué les hypothèses individuelles ni tenté de vérifier la véracité ou la fiabilité des hypothèses en relation avec les informations financières prospectives. BHB & Partners ne peut pas garantir que les informations financières prospectives issues des plans d'affaires sont représentatives des résultats qui seront effectivement atteints par SOCFIN respectivement ses filiales au courant de la période des projections fournies.

Les variations des prévisions par rapport aux résultats réels pourraient affecter le résultat de notre évaluation. Toutefois, nous avons effectué des analyses nous permettant de nous satisfaire que ces informations aient été préparées sur une base raisonnable par le Management.

Il tient à noter que, dans le contexte du Retrait Obligatoire, le rôle de l'expert indépendant n'est pas d'effectuer des travaux de due diligence commerciale, juridique, fiscale et/ou de toute autre nature. L'avis de BHB & Partners est basé sur les conditions de marché, économiques et autres en vigueur à la Date d'Évaluation. Ces conditions peuvent potentiellement changer sur des périodes relativement courtes.

Le présent Rapport d'Évaluation a été émis sous l'hypothèse que le Management ait attiré notre attention sur l'ensemble des informations à sa disposition concernant la position financière de SOCFIN et de ses filiales et qui pourraient avoir un impact significatif sur notre travail à la date d'émission de ce rapport, et que le Management nous ait communiqué toutes les informations pertinentes et requises aux fins de la présente évaluation.

Bien que le Rapport d'Évaluation ait été préparé sur la base des informations financières à la Date des Comptes, nous avons obtenu la confirmation du Management que, à sa meilleure connaissance, tout événement de nature

significative, susceptible d'influencer le Juste Prix entre la Date des Comptes et la Date d'Évaluation nous a bien été communiqué dans le cadre de la présente analyse.

2.4 Procédures

Nos travaux ont été effectués conformément, entre autres, aux principes et recommandations de l'IVSC ainsi qu'aux pratiques d'évaluation généralement reconnues par les professionnels de l'évaluation applicables à ce type de mission. Il s'agit notamment, mais pas exclusivement, des travaux suivants :

- Collecte et revue des informations pertinentes dans le contexte du et concernant l'objectif du Retrait Obligatoire, en particulier analyses de la documentation et des communiqués y afférents ;
- Discussions avec le Management et des représentants de SOCFIN et ses filiales afin de recueillir les informations pertinentes et de développer une compréhension financière et opérationnelle des activités du Groupe SOCFIN ;
- Sélectionner les méthodes d'évaluation appropriées pour évaluer SOCFIN et ses filiales ainsi que de justifier les méthodes retenues et celles qui ont été écartées ;
- Estimer la valeur des actions de SOCFIN et déterminer un Juste Prix ;
- Élaboration d'un rapport d'évaluation conformément aux exigences de la Loi ; et,
- Vérifier que l'auditeur de SOCFIN a émis un rapport avec une opinion d'audit non modifiée sur les états financiers statutaires et consolidés de SOCFIN au 31 décembre 2022.

Dans le cadre des principes et recommandations de l'IVSC, nous notons que le Rapport d'Évaluation n'est pas :

- Une opinion ou toute autre forme d'assurance que le prix le plus élevé et le meilleur possible est obtenu ou reçu pour les actions de SOCFIN dans le cadre du Retrait Obligatoire ;
- Une analyse ou une évaluation du processus de vente ou de négociation initié par l'Actionnaire Majoritaire le 30 mai 2023, ou de la contre-valeur payée/reçue dans ce contexte ;
- Une appréciation de l'intérêt stratégique du Retrait Obligatoire ;
- Une recommandation aux détenteurs de titres sur la manière de voter ;
- Une analyse ou une opinion sur d'autres aspects d'une transaction donnée ; ni,
- Une confirmation ou toute forme d'opinion ou d'assurance (audit, examen ou compilation) sur des informations financières historiques ou prospectives ou toute autre information fournie par le Management (ou tout autre représentant de SOCFIN et de ses filiales) ou obtenue publiquement.

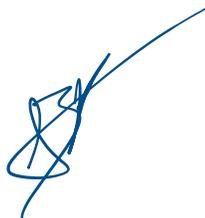
2.5 Déclaration d'indépendance

Conformément à notre lettre de mission datée au 10 mai 2023, BHB & Partners a été mandaté par AFICO pour agir en tant qu'expert indépendant en valorisation conformément à la loi du 21 juillet 2021 relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire de titres de sociétés actuellement admis ou ayant été admis à la négociation sur un marché réglementé ou ayant fait l'objet d'une offre au public (précédemment définie comme la « Loi »).

BHB & Partners a procédé aux vérifications habituelles en matière d'indépendance et de conflits d'intérêts dans le cadre de cette mission et a constaté que :

- BHB & Partners n'est pas l'auditeur d'AFICO, de Monsieur Hubert Fabri, de Bolloré Participations SE, de Compagnie de l'Odet, de Bolloré SE, de Compagnie du Cambodge, de Technifin SA, de Plantations des Terres Rouges S.A., de Compagnie des Glénans, ni d'aucune de leurs filiales respectives, d'aucuns de leurs actionnaires ou entités affiliées respectives, y compris SOCFIN, SOCFINAF et SOCFINASIA (ensemble, les « **Personnes agissant de Concert et les Parties Liées** ») ;
- BHB & Partners ne fournit pas de services à l'une des Personnes agissant de Concert et les Parties Liées ;
- Les employés de BHB & Partners impliqués dans cette mission ne détiennent aucun intérêt financier dans l'une des Personnes agissant de Concert et les Parties Liées, et ont confirmé l'absence de tout conflit d'intérêts dans l'exécution de cette mission ;
- Les employés de BHB & Partners impliqués dans cette mission sont également indépendants de toutes les Personnes agissant de Concert et les Parties Liées ;
- BHB & Partners n'a effectué aucun travail d'évaluation concernant les Personnes agissant de Concert et les Parties Liées, dans le cadre d'une transaction avec des tierces parties de quelque nature que ce soit ;
- La rémunération perçue par BHB & Partners dans le cadre de cette mission est inférieure à quinze pour cent du revenu annuel de BHB & Partners ; et
- Aucune des Personnes agissant de Concert et les Parties Liées n'ont jusqu'à ce jour contribué aux revenus de BHB & Partners.

Par conséquent, nous n'avons pas identifié de conflits d'intérêts potentiels ni d'éléments remettant en cause notre indépendance telle que définie par la Loi dans le cadre de cette mission. Nous confirmons l'indépendance et l'absence de tout conflit d'intérêts des employés de BHB & Partners impliqués dans cette mission.



Antoine BOGGINI
Associé



Philippe HEISBOURG
Associé

BHB & Partners S.A.

3 Aperçu du groupe SOCFIN

3.1 Présentation de la société

SOCFIN est une société luxembourgeoise, dont le siège social est au 4 avenue Guillaume, L-1650 Luxembourg. Elle a été constituée le 5 décembre 1959 et est cotée à la Bourse de Luxembourg sous le numéro ISIN LU0027967834.

Selon le rapport annuel 2022 de SOCFIN, SOCFIN est une société holding qui gère un portefeuille de participations axées sur l'exploitation de plus de 191.000 hectares de plantations de palmiers à huile et d'hévéas, situées en Afrique et en Asie du Sud-Est. Le Groupe SOCFIN emploie 35.226 personnes et a réalisé en 2022, un chiffre d'affaires consolidé de 992 millions d'euros.

3.2 Aperçu historique avec étapes clés de la société

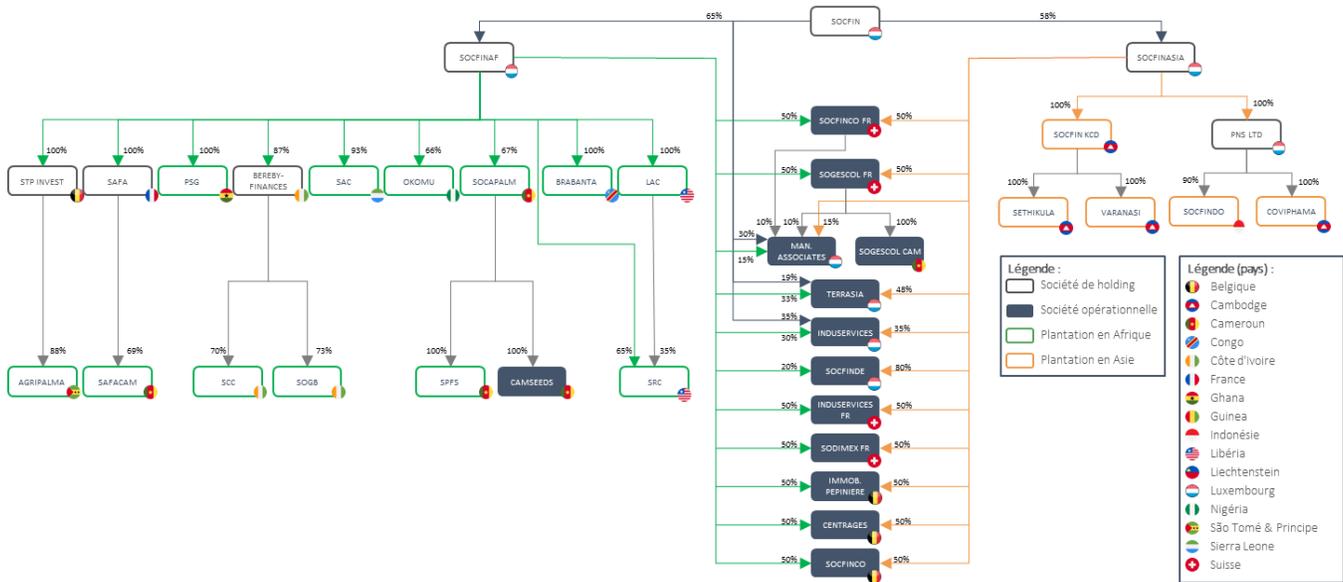
Les origines du Groupe SOCFIN remontent jusqu'en 1890 quand Adrien Hallet a développé la culture méthodique de l'hévéa et du palmier à huile en Afrique avant d'implanter la Compagnie du Sélangor en Malaisie en 1906 compte tenu des conditions climatologiques dans cette région.

Depuis la création de la Société Financière des Caoutchoucs en 1909, les étapes clés du Groupe SOCFIN sont les suivantes :

- 1959 : constitution de la Société Financière Luxembourgeoise, en abrégé "Socfinal" sous la forme d'une holding luxembourgeoise ;
- 1960 : les titres Socfinal ont été admis à la cote de la Bourse de Luxembourg ;
- 1960 - 2008 : développement du portefeuille avec de nouveaux investissements et diverses transactions, y compris l'acquisition d'actions Selangor Holding, société luxembourgeoise cotée à la Bourse de Luxembourg ;
- 2023 : annonce d'un projet de retrait obligatoire sur les actions de SOCFIN.

3.3 Organigramme à la Date d'Évaluation

Figure 1 : Organigramme à la Date d'Évaluation



Source : Management, Rapport Annuel 2022 de SOCFIN

À la Date d'Évaluation, SOCFIN est composée de 36 filiales (détenues directement ou indirectement) ayant fait l'objet du périmètre de consolidation dans son rapport annuel 2022 audité :

Afrique

Hévéa et Palmier

1. SOGB S.A. "SOGB" est une société de droit ivoirien spécialisée dans la production de produits palmiers et de caoutchouc ;
2. PLANTATIONS SOCFINAF GHANA "PSG" LTD est une société de droit ghanéen spécialisée dans la production de produits palmiers et de caoutchouc ;
3. OKOMU OIL PALM COMPANY PLC "OKOMU" est une société de droit nigérian spécialisée dans la production de produits palmiers et de caoutchouc ;
4. 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 ;
5. SOCIETE CAMEROUNAISE DE PALMERAIES "SOCAPALM" S.A. est active au Cameroun dans la production d'huile de palme et la culture d'hévéas ;

Hévéa

6. LIBERIAN AGRICULTURAL COMPANY "LAC" est une société de droit libérien spécialisée dans la production de caoutchouc ;
7. SALALA RUBBER CORPORATION "SRC" est une société de droit libérien spécialisée dans l'exploitation d'une plantation d'hévéas ;

8. SUD COMOË CAOUTCHOUC "SCC" est une société de droit ivoirien qui a comme activité le traitement et la commercialisation de caoutchouc ;

Palmier

9. SOCFIN AGRICULTURAL COMPANY "SAC" LTD est une société implantée en Sierra Leone spécialisée dans la production d'huile de palme ;
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. AGRIPALMA LDA "AGRIPALMA" est une société implantée sur l'île de São Tomé et Príncipe spécialisée dans la production d'huile de palme ;
12. BRABANTA S.A. "BRABANTA" est une société de droit congolais spécialisée dans la production d'huile de palme ;

Autres activités

13. BEREBY-FINANCES "BEFIN" S.A. est une société holding de droit ivoirien détenant les sociétés de droit ivoirien SOGB S.A. et SCC ;
14. CAMSEEDS S.A. "CAMSEEDS" est une société de droit camerounais spécialisé dans la recherche, le développement et la production de semences (palmier) ;
15. 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 ;

Asie

Hévéa et Palmier

16. PT SOCFIN INDONESIA "SOCFINDO" est une société de droit indonésien active dans la production d'huile de palme et de caoutchouc ;

Hévéa

17. SETHIKULA CO LTD "SETHIKULA" est une société de droit cambodgien attributaire d'une concession de terrains agricoles ;
18. SOCFIN-KCD CO LTD "SOCFIN-KCD" est une société de droit cambodgien active dans l'hévéa ;
19. VARANASI CO LTD "VARANASI" est une société de droit cambodgien attributaire d'une concession de terrains agricoles ;
20. COVIPHAMA CO LTD "COVIPHAMA" est une société de droit cambodgien active dans l'hévéa ;

Europe

Autres activités

21. CENTRAGES S.A. est une société de droit belge prestataire de services administratifs et comptables et propriétaire de trois étages de surface de bureaux situés à Bruxelles ;
22. IMMOBILIERE DE LA PEPINIERE S.A. est une société de droit belge propriétaire de trois étages de surface de bureaux situés à Bruxelles ;
23. INDUSERVICES S.A. est une société de droit luxembourgeois dont l'objet est de fournir des services administratifs à toutes entreprises, organisations et sociétés, notamment des services de documentation,

de tenue de livres et registres, ainsi que toutes activités de représentation, d'étude, de consultation et d'assistance ;

24. INDUSERVICES FR S.A. est une société de droit suisse dont l'objet est de fournir des services administratifs à toutes entreprises, organisations et sociétés, notamment des services de documentation, de tenue de livres et registres, ainsi que des activités de représentation, d'étude, de consultation et d'assistance. En outre, elle assure à l'ensemble des sociétés du Groupe SOCFIN l'accès à la plateforme informatique commune ;
25. MANAGEMENT ASSOCIATES S.A. est une société de droit luxembourgeois active dans le transport ;
26. 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 ;
27. SOCIETE ANONYME FORESTIERE AGRICOLE "SAFA" est une société de droit français détenant une participation dans une plantation au Cameroun, Safacam S.A. ;
28. SOCFINAF S.A. est une société holding de droit luxembourgeois qui détient des participations dans des sociétés qui opèrent directement ou indirectement en Afrique tropicale, pour l'essentiel dans les secteurs de production de caoutchouc et d'huile de palme ;
29. SOCFINASIA S.A. est une société holding de droit luxembourgeois qui détient des participations dans des sociétés qui opèrent directement ou indirectement en Asie du Sud-Est dans les secteurs de production de caoutchouc et de l'huile de palme ;
30. SOCFIN CONSULTANT SERVICES "SOCFINCO" S.A. est une société établie en Belgique prestataire de services d'assistance technique, agronomique et financière. À la Date d'Évaluation, nous comprenons que SOCFINCO est en cours de liquidation ;
31. SOCFINCO FR S.A. est une société suisse de services, d'études et de management de plantations agro-industrielles ;
32. SOCFINDE S.A. est une société holding de financement de droit luxembourgeois ;
33. SODIMEX FR S.A. est une société de droit suisse active dans le domaine de l'achat et vente de matériel destiné aux plantations ;
34. SOGESCOL FR S.A. est une société suisse active dans le commerce de produits tropicaux ;
35. STP INVEST S.A. est une société de droit belge détenant une participation dans Agripalma ;
36. TERRASIA S.A est une société de droit luxembourgeois propriétaire de bureaux.

Les entités suivantes ne font pas l'objet de la présente analyse d'évaluation, car leur impact a été considéré comme non significatif dans le contexte de nos travaux :

- Socficom est une société anonyme de droit liechtensteinois et filiale du groupe qui a fait l'objet d'actions en justice, à l'initiative du Ministère Public belge. Il tient à noter que, comme stipulé dans le rapport annuel 2022 de SOCFIN, le Management est d'avis qu'aucune provision ne doit être enregistrée car la probabilité d'une sortie de ressource financière par le Groupe SOCFIN est faible. Par ailleurs, en raison de la faible matérialité, Socficom n'a pas été consolidée dans le rapport annuel 2022 de SOCFIN. Pour ces raisons, nous n'avons pas jugé significatif de considérer Socficom dans notre analyse. Dans le cas où cette société aurait été considérée, nous estimons que le juste prix aurait été impacté de manière non significative à la baisse. Il est également à noter que Socficom n'est pas consolidée dans le rapport annuel 2022 de SOCFIN en raison de sa faible matérialité ;
- Soggai est une société de droit guinéen non consolidée dans le rapport annuel 2022 de SOCFIN en raison de sa faible matérialité ; et

- SODIMEX S.A. est une société de droit belge active dans le domaine de l'achat et la vente de matériel destiné aux plantations. Nous comprenons que la société a été liquidée en 2022.

3.4 Structure de l'actionariat

À la date du présent Rapport d'Évaluation, les deux actionnaires majoritaires, le groupe familial Fabri et le groupe Bolloré détiennent collectivement plus que 95% du capital de SOCFIN. Au total, le capital de la société se décompose comme suit :

Tableau 1 : Structure de l'actionariat

Actionnaire	Nombre d'actions	% Capital
Groupe familial Fabri	7,841,789	55.38%
Groupe Bolloré	5,628,594	39.75%
Public	689,337	4.87%
Total	14,159,720	100.00%

Source : Management, Communiqué de presse de l'Actionnaire Majoritaire du 30 mai 2023, Rapport Annuel 2022 de SOCFIN

3.5 Analyse du cours de bourse

Les titres de SOCFIN sont cotés à la Bourse du Luxembourg et le titre est présent dans l'indice LuxSE.

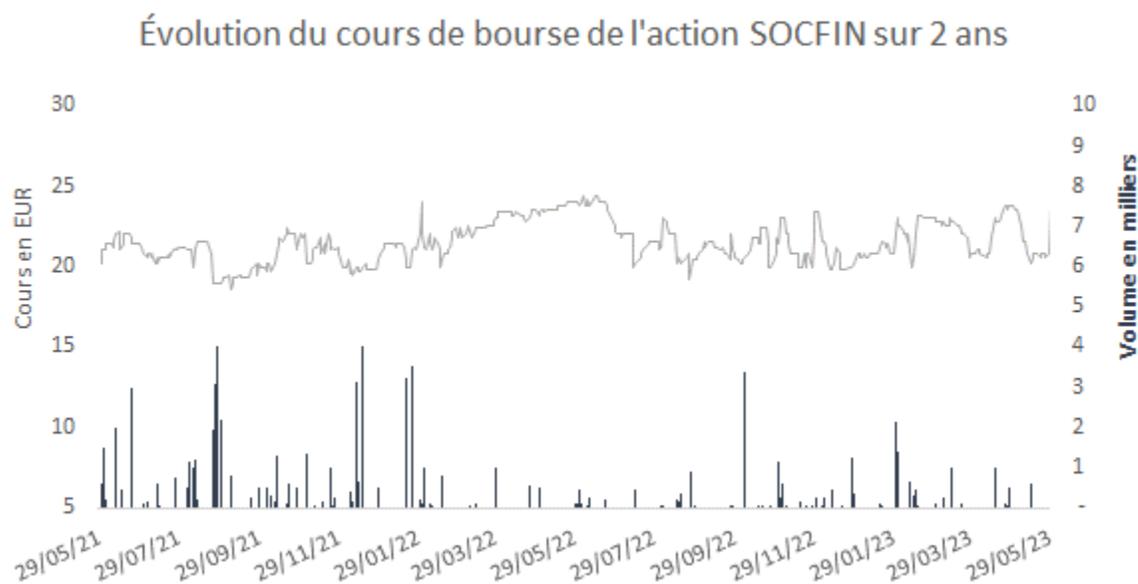
Selon les lignes directrices d'évaluation de l'*International Private Equity and Venture Capital* (« IPEV »), les instruments cotés sur un marché actif doivent être évalués à un juste prix compris entre le cours acheteur et le cours vendeur qui est le plus représentatif de la juste valeur à la date d'évaluation.

Les lignes directrices de l'IPEV ainsi que la norme IFRS 13 définissent un marché actif comme un « marché sur lequel ont lieu des transactions sur l'actif ou le passif selon une fréquence et un volume suffisants pour fournir de façon continue de l'information sur le prix ».

En application de ces cadres reconnus, nous avons donc préalablement analysé les caractéristiques des titres SOCFIN concernés par le Retrait Obligatoire afin de déterminer si la définition d'un marché actif est respectée.

Pour cela, nous avons analysé à la fois la fréquence et le volume historiques des titres SOCFIN jusqu'au 29 mai 2023, jour précédant la publication du communiqué de presse annonçant le projet de retrait obligatoire.

Figure 2 : Évolution du cours de bourse de l'action SOCFIN sur 2 ans



Source : S&P Capital IQ, Bourse de Luxembourg, Analyses BHB & Partners

Premièrement, d'un point de vue de l'analyse de la fréquence, nous notons sur le graphique ci-dessus qu'il n'est pas rare d'avoir des journées entières sans transaction, y compris des périodes de plusieurs journées successives sans transaction (par exemple, pendant 19 séances consécutives comme pendant les mois de mai 2022 ou septembre 2022).

Pour corroborer ce point sur la fréquence des transactions, il est communément admis de considérer l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur en tant qu'indicateur d'activité de marché. Sur base de nos analyses sur les 240 derniers jours ouvrés se terminant le 29 mai 2023, nous notons que cet écart est régulièrement supérieur à 5%, ce qui renforce que l'activité de marché est très limitée.

Deuxièmement, nous avons analysé la capacité des volumes à fournir de façon continue de l'information sur le prix sur trois périodes de temps distinctes.

Tableau 2 : Analyse des volumes se terminant le 29 mai 2023 des titres cotés SOCFIN

Analyse des volumes se terminant le 29 mai 2023			
	20 jours ouvrés	60 jours ouvrés	240 jours ouvrés
Nombre moyen de titres échangés par jour	30	61	82
Montant moyen des transactions par jour (€)	606 €	1,382 €	1,751 €
Jours ouvrés avec a minima 1 transaction	5.00%	16.67%	20.00%

Source : S&P Capital IQ, Bourse de Luxembourg, Analyses BHB & Partners

Il est notable que sur la période débutant le 2 mai 2023 et se terminant le 29 mai 2023 (soit 20 jours ouvrés), une seule et unique transaction a eu lieu (en date du 15 mai 2023, soit lors de seulement 5% des séances) pour un faible montant de EUR 12,1k.

Ce très faible niveau des volumes et leur irrégularité sont un peu plus élevés sur des périodes de temps plus longues (60 et 240 jours ouvrés), mais restent néanmoins bas. Ainsi, au cours de l'année se terminant le 29 mai 2023, 80% des séances n'ont donné lieu à aucune transaction.

Afin de corroborer les éléments ci-dessus, une analyse complémentaire a été effectuée sur les taux de rotation du capital et du flottant sur le dernier mois, le dernier trimestre et la dernière année se terminant le 29 mai 2023.

Tableau 3 : Analyse de rotation des titres cotés SOCFIN

Analyse de rotation se terminant le 29 mai 2023			
	20 jours ouverts	60 jours ouverts	240 jours ouverts
Rotation du capital (%)	0.00%	0.03%	0.14%
Rotation du flottant (%)	0.07%	0.43%	2.30%

Source : S&P Capital IQ, Bourse de Luxembourg, Analyses BHB & Partners

La rotation du capital correspond au nombre de titres échangés sur les marchés au cours de cette période comparé au nombre total de titres émis. La rotation du flottant correspond de son côté au nombre de titres échangés sur les marchés au cours de cette période comparé au nombre de titres en libre circulation.

Sur les douze derniers mois, les rotations du capital et du flottant s'établissent à des proportions très faibles (respectivement 0,14% et 2,30%).

En conclusion, les fréquences basses et irrégulières et les volumes peu significatifs des titres SOCFIN sur les trois périodes de temps considérées ne nous apparaissent pas suffisants pour fournir de façon continue de l'information sur le prix et donc répondre à la définition d'un marché actif.

Selon les lignes directrices d'évaluation de l'IPEV, en l'absence d'un marché actif pour un instrument financier, l'évaluateur doit estimer la juste valeur en utilisant une ou plusieurs techniques d'évaluation.

4 Présentation des méthodes d'évaluation

Notre évaluation de SOCFIN a été préparée conformément à l'article 4 de la Loi, qui stipule que la transaction envisagée dans le cadre du Retrait Obligatoire « doit être exercé à un juste prix sur base de méthodes objectives et adéquates pratiquées en cas de cessions d'actifs ».

Les approches généralement utilisées pour estimer le juste prix d'une société avec des activités opérationnelles sont les suivantes :

- **Approche par les revenus** : est basée sur la valeur actualisée au coût des capitaux des flux de trésorerie futurs ; et,
- **Approche de marché** : est basée sur les évaluations implicites de sociétés cotées présentes dans des secteurs géographiques et dans des segments d'activités comparables, et présuppose la disponibilité de transactions comparables ou de multiples boursiers.

En fonction des caractéristiques d'une entreprise ou d'un actif, les approches d'évaluation suivantes peuvent également être utilisées pour estimer le juste prix et sont généralement acceptées :

- **Approche du prix de marché boursier** (cours de bourse) : basée sur le cours en bourse des actions dans le cas où ces dernières étant cotées sur un marché considéré comme actif ;
- **Approche par les transactions récentes** : est basée sur des transactions récentes et directement comparables impliquant l'entreprise en question ;
- **Approche des coûts** : est basée sur le principe de substitution, et considère le juste prix d'un actif comme étant son coût actuel d'achat ou de remplacement et suppose qu'un investisseur ne paierait pas plus pour un actif que le montant nécessaire pour le remplacer ; et,
- **Approche de la somme des parties (SOTP)**, également communément appelée **actif net réévalué (ANR)** : est basée sur la somme de la valeur des actifs et des passifs sous-jacents nets.

De manière générale, et en ligne avec les lignes directrices IPEV, des facteurs environnementaux, de responsabilité sociale et de gouvernance (« **ESG** ») peuvent impacter la juste valeur aussi bien d'un point de vue qualitatif que quantitatif. Les approches sélectionnées pour les plantations, les sociétés holdings et les sociétés opérationnelles reflètent, dans la mesure du possible, les informations connues ou connaissables que considérerait un intervenant de marché dans le but de déterminer une juste valeur.

Tableau 4 : Présentation des participations, pourcentage de détention, et méthodes d'évaluation

Société Financière des Caoutchoucs S.A. - Participations				
Entités	Type	% détenu par		Approches d'évaluation
		entité mère		
SOCFIN S.A.	Holding			Actif net réévalué
INDUSERVICES S.A.	Opérationnelle	35.0%		Actif net réévalué
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	Opérationnelle	30.0%		Actif net réévalué
TERRASIA S.A.	Opérationnelle	18.9%		Actif net réévalué
SOCFINAF S.A.	Holding	64.6%		Actif net réévalué
BRABANTA S.P.R.L.	Plantation	100.0%		Flux de trésorerie actualisés
OKOMU (Oil Palm Company) PLC	Plantation	66.4%		Flux de trésorerie actualisés
PLANTATIONS SOCFINAF GHANA (PSG) LTD	Plantation	100.0%		Flux de trésorerie actualisés
SALALA RUBBER CORPORATION (SRC)	Plantation	64.9%		Flux de trésorerie actualisés
SOCFIN AGRICULTURAL COMPANY (SAC) LTD	Plantation	93.0%		Flux de trésorerie actualisés
LIBERIAN AGRICULTURAL COMPANY (LAC)	Holding / Plantation	100.0%	Actif net réévalué /	Flux de trésorerie actualisés
SALALA RUBBER CORPORATION (SRC)	Plantation	35.0%		Flux de trésorerie actualisés
SOCAPALM S.A.	Holding / Plantation	67.5%	Actif net réévalué /	Flux de trésorerie actualisés
SOCIETE DES PALMERAIRES DE LA FERME SUISSE (SPFS)	Autres	100.0%		Flux de trésorerie actualisés
CAMSEEDS S.A.	Opérationnelle	100.0%		Gordon Growth Model
BEREBY-FINANCES (BEFIN) S.A.	Holding	87.1%		Actif net réévalué
SUD CAMOE CAOUTCHOUC (SCC)	Plantation	70.0%		Flux de trésorerie actualisés
SOGB S.A.	Plantation	73.0%		Flux de trésorerie actualisés
SAFA	Holding	100.0%		Actif net réévalué
SAFA CAMEROUN (SAFACAM) S.A.	Plantation	69.0%		Flux de trésorerie actualisés
STP INVEST S.A.	Holding	100.0%		Actif net réévalué
AGRIPALMA Lda	Plantation	88.0%		Flux de trésorerie actualisés
SOCFINCO FR S.A.	Holding / Opérationnelle	50.0%	Actif net réévalué /	Gordon Growth Model
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	Opérationnelle	10.0%		Actif net réévalué
SOGESCOL FR S.A.	Holding / Opérationnelle	50.0%	Actif net réévalué /	Gordon Growth Model
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	Opérationnelle	10.0%		Actif net réévalué
SOGESCOL CAM S.A.	Opérationnelle	100.0%		Gordon Growth Model
CENTRAGES S.A.	Opérationnelle	50.0%		Actif net réévalué
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	Opérationnelle	15.0%		Actif net réévalué
IMMOBILIERE DE LA PEPINIERE S.A.	Opérationnelle	50.0%		Actif net réévalué
INDUSERVICES FR S.A.	Opérationnelle	50.0%		Actif net réévalué
INDUSERVICES S.A.	Opérationnelle	30.0%		Actif net réévalué
SOCFINCO S.A.	Opérationnelle	50.0%		Actif net réévalué
SOCFINDE S.A.	Opérationnelle	20.0%		Actif net réévalué
SODIMEX FR S.A.	Opérationnelle	50.0%		Actif net réévalué
SODIMEX S.A.	Opérationnelle	50.0%		Actif net réévalué
TERRASIA S.A.	Opérationnelle	33.3%		Actif net réévalué
SOCFINASIA S.A.	Holding	58.3%		Actif net réévalué
SOCFIN-KCD CO LTD	Holding / Plantation	100.0%	Actif net réévalué /	Flux de trésorerie actualisés
SETHIKULA CO LTD	Autres	100.0%		Actif net réévalué
VARANASI CO LTD	Autres	100.0%		Actif net réévalué
PNS LIMITED S.A.	Holding	100.0%		Actif net réévalué
COVIPHAMA CO LTD	Plantation	100.0%		Flux de trésorerie actualisés
PT SOCFINDO	Plantation	90.0%		Flux de trésorerie actualisés
SOCFINCO FR S.A.	Holding / Opérationnelle	50.0%	Actif net réévalué /	Gordon Growth Model
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	Opérationnelle	10.0%		Actif net réévalué
SOGESCOL FR S.A.	Holding / Opérationnelle	50.0%	Actif net réévalué /	Gordon Growth Model
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	Opérationnelle	10.0%		Actif net réévalué
SOGESCOL CAM S.A.	Opérationnelle	100.0%		Gordon Growth Model
CENTRAGES S.A.	Opérationnelle	50.0%		Actif net réévalué
IMMOBILIERE DE LA PEPINIERE S.A.	Opérationnelle	50.0%		Actif net réévalué
INDUSERVICES FR S.A.	Opérationnelle	50.0%		Actif net réévalué
INDUSERVICES S.A.	Opérationnelle	35.0%		Actif net réévalué
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	Opérationnelle	15.0%		Actif net réévalué
SOCFINCO S.A.	Opérationnelle	50.0%		Actif net réévalué
SOCFINDE S.A.	Opérationnelle	79.9%		Actif net réévalué
SODIMEX FR S.A.	Opérationnelle	50.0%		Actif net réévalué
SODIMEX S.A.	Opérationnelle	50.0%		Actif net réévalué
TERRASIA S.A.	Opérationnelle	47.8%		Actif net réévalué

Cette section décrit plus en détails les méthodologies d'évaluation utilisées pour évaluer les actions de SOCFIN et de ses filiales.

4.1 Méthodes d'évaluation pour les sociétés holding

Pour estimer le juste prix par action des sociétés holding du Groupe SOCFIN, nous avons retenu l'approche de la SOTP combinant notamment la juste valeur des participations, chacune d'entre elles étant évaluée séparément.

Les entités catégorisées comme holding au sein du Groupe SOCFIN sont présentées dans le tableau ci-dessous.

Tableau 5 : Méthodes d'évaluation pour les sociétés holding

Entités Holdings	Type	Approches d'évaluation
BEREBY-FINANCES (BEFIN) S.A.	Holding	Actif net réévalué
LIBERIAN AGRICULTURAL COMPANY (LAC)	Holding / Plantation	Actif net réévalué / Flux de trésorerie actualisés
PNS LIMITED S.A.	Holding	Actif net réévalué
SAFA	Holding	Actif net réévalué
SOCAPALM S.A.	Holding / Plantation	Actif net réévalué / Flux de trésorerie actualisés
SOCFIN S.A.	Holding	Actif net réévalué
SOCFINAF S.A.	Holding	Actif net réévalué
SOCFINASIA S.A.	Holding	Actif net réévalué
SOCFINCO FR S.A.	Holding / Opérationnelle	Actif net réévalué / Gordon Growth Model
SOCFIN-KCD CO LTD	Holding / Plantation	Actif net réévalué / Flux de trésorerie actualisés
SOGESCOL FR S.A.	Holding / Opérationnelle	Actif net réévalué / Gordon Growth Model
STP INVEST S.A.	Holding	Actif net réévalué

Certaines entités ont à la fois une activité de plantations (et sont donc catégorisées en tant que plantations) et détiennent en sus une ou plusieurs participations (et sont donc aussi catégorisées en tant que holding). Dans ces cas spécifiques, l'activité de plantations a d'abord été valorisée et cette valeur a été subséquemment considérée à l'actif de l'entité en sus de la valeur de la ou des participations détenue(s) par l'entité. Pour plus de détails sur les méthodes d'évaluation retenues pour les plantations, veuillez-vous référer à la section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations ».

Il est à noter que, pour les sociétés holding dont les titres sont cotés sur un marché financier (SOCFIN, SOCFINAF et SOCFINASIA), nous avons analysé si le cours de bourse pouvait potentiellement représenter un indicateur respectivement une méthode objective et adéquate pour estimer une juste valeur de la société.

4.1.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés holding

L'évaluation sur base de la SOTP (également communément appelée actif net réévalué ou ANR) est une approche d'évaluation qui consiste à agréger la juste valeur des actifs, y compris participations, détenus par une entité.

Ainsi, le processus d'évaluation selon la SOTP se décline selon les principales étapes suivantes :

- (i) l'estimation de la juste valeur individuelle de chaque participation ;
- (ii) l'agrégation de la juste valeur des participations au niveau de la holding par la réévaluation de chaque ligne du poste « investissements dans les filiales » à la juste valeur ; et
- (iii) le calcul de la valeur des capitaux propres en considérant la juste valeur agrégée des participations et en ajustant la dette nette, les actifs non opérationnels et, le cas échéant, d'éventuels autres éléments de passif.

L'évaluation selon l'approche de la SOTP convient en particulier dans le cadre de l'évaluation d'entreprises présentant les caractéristiques suivantes :

- entreprises composées d'entités dans différents secteurs d'activité ;
- holdings ou conglomérats regroupant de nombreuses entreprises différentes ; et,
- entreprises disposant d'actifs distincts.

4.1.2 Méthodes d'évaluation non retenues pour les sociétés holding

Comme spécifié ci-dessus, nous avons retenu l'approche de la SOTP comme principale méthodologie pour estimer la valeur de sociétés holding (y compris SOCFIN) et, après analyse, nous avons écarté les approches suivantes :

- **Approche de marché** : considérant que les entreprises de holding ont des entités sous-jacentes qui sont actives dans plusieurs secteurs d'activités ou avec des modèles économiques différents et qui opèrent dans de nombreux pays, qui pourraient avoir des opérations cycliques et diversifiées ;
- **Approche par les revenus** : compte tenu de l'absence de projections financières consolidées au niveau des holdings, ainsi que des risques spécifiques liés à chaque participation détenue, l'approche par les revenus ne nous a pas semblé pertinente ;
- **Approche du prix de marché boursier** (cours de bourse) : non applicable compte tenu de l'absence d'un marché actif (c'est-à-dire avec des transactions selon, entre autres choses, une fréquence et un volume suffisants pour fournir de façon continue de l'information sur le prix) ;
- **Approche par les transactions récentes (internes au Groupe SOCFIN)** : compte tenu de l'absence, selon le Management de transactions récentes impliquant des entités du Groupe SOCFIN, cette approche n'a pas été retenue ; et,
- **Approche des coûts** : considérant la nature spécifique des sociétés holding et de leurs participations, cette approche ne nous semble pas applicable.

4.1.3 Charges et financements intra-groupe

Des transactions intragroupe sont caractérisées par des transactions entre différentes entités au sein d'un même groupe. Une transaction intragroupe est reconnue dans les données comptables des deux entités du groupe comme si une transaction à conditions de marché avait eu lieu avec une partie tierce. D'un point de vue consolidé, cette transaction doit être éliminée afin d'éviter un double comptage.

Les transactions intragroupes, y compris les financements intragroupes, ont été ajustés afin de ne pas impacter de manière inappropriée la valeur du Groupe SOCFIN.

4.2 Méthodes d'évaluation pour les plantations

Pour estimer la juste valeur des plantations du Groupe SOCFIN, nous avons retenu l'approche par les revenus afin de tenir compte des caractéristiques de chaque plantation et, notamment la durée des plans d'affaires de 25 ans, y compris des spécificités comme la cyclicité et les besoins d'investissements ainsi que les aspects géographiques uniques de chacune de ces plantations.

Les plantations au sein du Groupe SOCFIN pour lesquelles le Management a fourni un plan d'affaires sont les suivantes :

Tableau 6 : Méthodes d'évaluation pour les plantations

Entités Plantations	Type	Approches d'évaluation
AGRIPALMA Lda	Plantation	Flux de trésorerie actualisés
BRABANTA S.P.R.L.	Plantation	Flux de trésorerie actualisés
COVIPHAMA CO LTD	Plantation	Flux de trésorerie actualisés
LIBERIAN AGRICULTURAL COMPANY (LAC)	Holding / Plantation	Actif net réévalué / Flux de trésorerie actualisés
OKOMU (Oil Palm Company) PLC	Plantation	Flux de trésorerie actualisés
PLANTATIONS SOCFINAF GHANA (PSG) LTD	Plantation	Flux de trésorerie actualisés
PT SOCFINDO	Plantation	Flux de trésorerie actualisés
SAFA CAMEROUN (SAFACAM) S.A.	Plantation	Flux de trésorerie actualisés
SALALA RUBBER CORPORATION (SRC)	Plantation	Flux de trésorerie actualisés
SOCAPALM S.A.	Holding / Plantation	Actif net réévalué / Flux de trésorerie actualisés
SOCFIN AGRICULTURAL COMPANY (SAC) LTD	Plantation	Flux de trésorerie actualisés
SOCFIN-KCD CO LTD	Holding / Plantation	Actif net réévalué / Flux de trésorerie actualisés
SOGB S.A.	Plantation	Flux de trésorerie actualisés
SUD CAMOE CAOUTCHOUC (SCC)	Plantation	Flux de trésorerie actualisés

Il est à noter que, en ligne avec les sociétés holding, pour les plantations dont les titres sont cotées sur un marché financier (OKOMU, SOGB, SOCAPALM et SAFACAM), nous avons analysé si le cours de bourse pouvait potentiellement représenter un indicateur respectivement une méthode objective et adéquate pour estimer une juste valeur de la société.

4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations

L'**approche par les revenus** repose sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs (« **DCF** » ou « **discounted cash flow** » selon la terminologie anglo-saxonne) et reflète la valeur actuelle nette des flux de trésorerie attendus dans le futur déduits des liquidités nécessaires pour soutenir la croissance d'une activité.

Les flux de trésorerie de la période de projections du plan d'affaires sont majorés de la valeur terminale (la « **VT** ») de l'entreprise à la fin de la période de projection du plan d'affaires et actualisés à la date d'évaluation à un taux d'actualisation (coût des capitaux) reflétant la valeur temps de l'argent et les risques associés aux flux de trésorerie, pour ainsi estimer la valeur totale d'entreprise (« **VE** » ou « **Entreprise Value** » selon la terminologie anglo-saxonne).

Pour calculer la valeur des fonds propres de la société à partir de la valeur totale de la société ainsi estimée selon l'approche du DCF, la valeur totale de l'entreprise est ajustée pour tenir compte du niveau d'endettement net (c'est-à-dire la dette financière portant des intérêts, nette de la trésorerie et des équivalents de trésorerie) et tout actif et passif non opérationnel.

Cette approche permet ainsi d'intégrer explicitement les composantes stratégiques, économiques et financières de l'entreprise faisant l'objet de l'évaluation, ses perspectives de développement, ses niveaux de rentabilité prévisionnels, ainsi que le taux de rendement exigé par ses bailleurs de fonds compte tenu des risques sectoriels et spécifiques.

Comme précisé ci-dessus, il nous a été confirmé par le Management que les plans d'affaires fournis ne reflètent pas l'inflation. Nous notons que cette approche n'est pas rare pour des plans d'affaires avec une longue période de projections (ici 25 années) appliqués à des pays qui connaissent des taux d'inflation variables d'une année à l'autre.

Il est également à noter que l'horizon de temps des projections dans le plan d'affaires fourni par le Management doit être suffisamment long pour permettre à un actif ou une entreprise d'atteindre un niveau de croissance et de bénéfices durables. Dans l'évaluation d'actifs cycliques, tels que des plantations, la période de prévision doit nécessairement couvrir un cycle économique entier afin de pouvoir déterminer un niveau de flux de trésorerie normatif servant de base pour calculer la VT qui est la valeur d'un actif ou d'une entreprise au-delà de la période du plan d'affaires.

La VT tient compte de la croissance future attendue de la société au-delà de la période de prévision explicite. Une approche courante pour déterminer la VT d'une entreprise est le « modèle de croissance constante » également communément appelée « *Gordon Growth Model* » (« **GGM** »). Ce modèle suppose un niveau de croissance constant aux flux de trésorerie prévus pour la dernière année de la période de prévision. Le modèle suppose que l'entreprise ou l'actif peut ainsi réaliser une croissance constante à perpétuité.

La valeur totale de chaque plantation a donc été calculée selon la formule suivante du DCF :

$$VE = \sum \frac{CF_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{VT}{(1 + CMPC)^n}$$

avec les principaux éléments du DCF :

- VE : valeur totale d'entreprise
- CF_t : flux de trésorerie de l'année t
- n : nombre d'années dans les projections financières
- CMPC : coût moyen pondéré du capital dont les détails sont présentés ci-dessous
- VT : valeur terminale dont la formule est la suivante :

$$VT = CF_n * \left(\frac{(1 + g)}{(CMPC - g)} \right)$$

avec g : taux de croissance perpétuel (dans le cadre de la présente analyse, compte tenu du fait que les plans d'affaires fournis par le Management ne reflètent pas l'inflation et par souci de cohérence, un taux de croissance réel a été retenu)

Les projections des flux de trésorerie sur la période 2023-2046 ont été fournies par le Management.

Comme spécifié ci-dessus, nous avons appliqué l'approche du DCF selon laquelle les flux de trésorerie sont actualisés en utilisant le coût moyen pondéré du capital (« **CMPC** » ou selon la terminologie anglo-saxonne, le « *Weighted Average Cost of Capital* » ou le « **WACC** »), reflétant le risque de l'entreprise évaluée ainsi que sa valeur temps.

Le CMPC est calculé en pondérant les taux de rendement requis sur les fonds propres (K_e) et sur la dette après impact fiscal (K_d) en proportion de leur pourcentage respectif (e% et d% respectivement) dans le capital d'une entreprise type du secteur respectivement le taux ciblé à long-terme par l'entreprise, selon la formule suivante :

$$CMPC = (K_e * e\%) + (K_d * d\%)$$

Estimation du coût des capitaux propres (K_e)

Pour calculer le coût des capitaux propres, nous nous référons au modèle d'évaluation d'actifs financiers (« **MEDAF** » ou selon la terminologie anglo-saxonne, le « *Capital Asset Pricing Model* » ou « **CAPM** »), un modèle largement reconnu sur le plan académique et en évaluation d'entreprise.

Le MEDAF estime que le taux de rendement des capitaux propres équivaut au taux sans risque (R_f) plus une prime reflétant le risque de marché (R_m), multiplié par le coefficient beta (β). À cette première prime vient s'ajouter une prime reflétant le risque macro-économique du pays dans lequel la société évaluée évolue (R_p) et une prime alpha (R_α) afin de tenir compte des spécificités de l'entreprise évaluée par rapport aux comparables cotés. Le calcul du coût des capitaux propres (K_e) s'exprime alors comme suit :

$$K_e = R_f + (\beta * R_m) + R_p + R_\alpha$$

avec les principaux composants du coût des capitaux propres (K_e) :

- **Taux sans risque** (R_f) représente le rendement que des investisseurs attendent de titres sans risque, tels que des obligations d'État de pays développés, comme les États-Unis et l'Allemagne.

Par cohérence, la devise utilisée pour estimer les flux de trésorerie à actualiser doit être identique à la devise utilisée pour estimer le taux d'actualisation. Le taux sans risque a donc été adapté en fonction de la devise du plan d'affaires de chaque plantation.

Ainsi :

- pour les plans d'affaires libellés en USD, un taux sans risque en USD estimé sur base du taux spot à la Date d'Évaluation du rendement d'obligations émises par l'État américain d'une maturité de 20 années.
- pour les plans d'affaires libellés en EUR, un taux sans risque en EUR estimé sur base du taux spot à la Date d'Évaluation du rendement d'obligations émises par l'État allemand d'une maturité de 20 années.
- pour les plans d'affaires libellés en XAF et XOF, un taux sans risque similaire aux plans d'affaires libellés en EUR a été utilisé dans la mesure où ces devises ont une parité fixe avec l'EUR. Il est néanmoins à noter que ce taux sans risque ne reflète pas le risque pays qui devra donc être considéré ultérieurement.

Comme précisé ci-dessus, il nous a été confirmé par le Management que les plans d'affaires fournis ne reflètent pas l'inflation. Nous notons que cette approche n'est pas rare pour des plans d'affaires avec une longue période de projections (ici 25 années) appliqués à des pays qui connaissent des taux d'inflation variables d'une année à l'autre.

Ainsi, par cohérence, des taux d'actualisation, et donc des taux sans risque hors effets inflationnistes ont été estimés (c'est-à-dire des taux sans risques réels). Pour cela, les taux sans risque nominaux ont été ajustés des taux d'inflation attendus, c'est-à-dire le taux attendu par le Fonds Monétaire International aux États-Unis respectivement en Allemagne. Par souci de clarté, appliquer un taux d'actualisation nominal à des flux de trésorerie réels aboutirait à un risque de sous-évaluation des titres SOCFIN.

- **Beta (β)** est une mesure du risque systématique (c'est-à-dire non diversifiable) d'un titre. Le beta d'une entreprise privée est estimé par référence aux betas d'entreprises comparables cotées en bourse. Le beta est un indicateur mesurant la corrélation entre le rendement des sociétés comparables cotées et le rendement d'un indice mondial (dans le cadre de notre analyse, le MSCI AC World Index).

De manière communément admise, nous avons utilisé un beta estimé sur une période de cinq années avec une fréquence mensuelle. Cette mesure brute a été d'abord ajustée afin de prendre en compte le levier d'endettement propre aux sociétés comparables et puis réajusté sur base du ratio d'endettement du Groupe SOCFIN.

- **Prime de risque marché (R_m)** représente les rendements attendus par des investisseurs pour compenser le risque plus élevé de titres cotés par rapport à des titres sans risque. La prime de risque marché retenue dans le cadre de la présente évaluation est basée sur des études académiques récentes et sur le consensus du marché.

Dans la mesure où ce paramètre est une prime en sus des taux demandés pour des instruments sans risque, son estimation est mécaniquement liée à celle précédemment décrite des instruments sans risque.

Par analogie, une prime de risque de marché a donc été estimée pour chaque devise.

- **Prime de risque pays (R_p)** représente les rendements attendus par des investisseurs pour les opportunités, mais plus généralement les risques, liés aux activités opérationnelles dans un pays spécifique et qui pourraient positivement, mais plus généralement négativement, impacter la situation opérationnelle et financière de l'entreprise évaluée par des changements dans l'environnement économique du pays spécifique.

La prime de risque pays retenue dans le cadre de la présente évaluation est également basée sur des études académiques et sur le consensus marché. Afin d'utiliser des données le plus objectives possibles, nous nous sommes principalement référés aux études académiques communément admises, et en particulier aux analyses bi-annuelles du professeur Damodaran, Professeur en finance à la *Stern School of Business* de la *New York University*.

- **Facteur Alpha (R_α)** représente une prime de risque spécifique tenant compte des spécificités propres à chaque entité en sus des facteurs précédemment évoqués et qui seraient pris en compte en cas de cessions d'actifs.

Comme mentionné dans le guide comptable et d'évaluation de *l'American Institute of Certified Public Accountants* (« **AICPA** ») B.06.01, le facteur Alpha est la prime de risque spécifique à l'entité qui est communément utilisée lorsque le risque spécifique associé à l'entité en question n'est pas suffisamment reflété dans le beta, la prime de risque marché ou la prime de taille¹.

¹ Par souci de simplification, l'éventuelle prime de taille a été directement considérée au sein du facteur Alpha.

Ce facteur comporte notamment des risques spécifiques aux plantations (zones à accès difficile et / ou éloignées des voies de transport, risques de maladies agricoles, ...), l'impact de facteurs ESG spécifiques au Groupe SOCFIN, d'éventuels ajustements de taille, d'éventuelles évolutions significatives au niveau du pays entre la date de la dernière étude académique et la Date d'Évaluation.

Estimation du coût de la dette (K_d)

Le coût de la dette est la combinaison du taux de rendement sans risque (R_f) et d'une prime de crédit (*spread*) entre ce dernier et le rendement du marché de la dette pour des sociétés aux notations de crédit similaires à l'entreprise analysée (pour tenir compte du risque de solvabilité de la société évaluée).

Le coût de la dette est également ajusté pour refléter l'impact fiscal. Le calcul de la dette (K_d) propres s'exprime alors comme suit :

$$K_d = (R_f + spread) * (1 - t)$$

avec, t = taux d'imposition de l'entreprise

Sur base de nos analyses et de nos échanges avec le Management, nous notons qu'à la Date d'Évaluation le Groupe SOCFIN a, à un niveau consolidé, une dette nette nulle, voire négative (c'est-à-dire des niveaux de liquidités supérieurs à sa dette financière externe). Nous comprenons aussi qu'au cours des dernières années le Groupe SOCFIN a décidé pour des raisons stratégiques et des considérations ESG de diminuer significativement son niveau d'endettement et cible de manière durable un taux d'endettement non significatif.

Au niveau des plantations, nous notons que l'énorme majorité est financée par fonds propres ou par dette directement par le Groupe SOCFIN et que le taux de rendement attendu par le Groupe SOCFIN pour ces financements par rapport au niveau de risque serait proche du coût des capitaux propres.

L'ensemble de ces éléments nous amène à considérer un niveau d'endettement non significatif pour le Groupe SOCFIN et ses différentes entités et un taux d'actualisation qui repose sur le coût des capitaux propres.

En sus de l'évaluation selon l'approche par les revenus, nous avons, pour les plantations cotées en bourse, considéré l'**approche du prix de marché boursier** (cours de bourse) et analysé le titre coté, notamment pour déterminer l'existence ou non d'un marché actif et dans quelle mesure cette méthode serait considérée en cas de cessions d'actifs et arrivons à la conclusion, notamment sur base d'indicateurs de fréquence et de volume, que cette approche peut être utilisée uniquement dans certains cas afin de corroborer la juste valeur des plantations.

4.2.2 Méthodes d'évaluation non retenues pour les plantations

Comme spécifié ci-dessus, nous avons retenu l'approche par les revenus comme principale méthodologie d'évaluation pour estimer la valeur des plantations du Groupe SOCFIN et, après analyses, nous avons écarté les approches suivantes :

- **Approche de marché** : cette approche nous semble peu adéquate pour considérer les spécificités de chacune des plantations qui opèrent dans des zones géographiques uniques avec des risques spécifiques à chaque pays ou même région de chacune des plantations, ainsi que la présence de modèles

économiques cycliques avec des plans d'affaires de 25 ans pour considérer le stade de développement des actifs agricoles ;

- **Approche par les transactions récentes** : cette approche ne nous paraît pas pertinente compte tenu de l'absence de telles transactions récentes sur les plantations en question du Groupe SOCFIN ;
- **Approche des coûts** : non appropriée compte tenu de la nature spécifique des plantations et leur caractère non reproductible ; et,
- **Approche de la SOTP respectivement de l'ANR** : en ligne avec l'approche des coûts, cette approche nous semble non appropriée compte tenu de la nature spécifique des plantations.

4.3 Méthodes d'évaluation pour les sociétés opérationnelles et les autres entités

Pour estimer la juste valeur des sociétés opérationnelles et des autres entités, le modèle de croissance constante ou *Gordon Growth Model* (dont les détails sont présentés dans la section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations ») ou l'ANR ont été retenus compte tenu du modèle économique et de la nature des activités de chaque entité, ainsi que l'absence d'un plan d'affaires pour ces entités.

Les sociétés considérées comme sociétés opérationnelles et autres entités au sein du Groupe SOCFIN sont les suivantes :

Tableau 7 : Méthodes d'évaluation pour les sociétés opérationnelles et les autres entités

Entités Opérationnelles et Autres	Type	Approches d'évaluation
CAMSEEDS S.A.	Opérationnelle	Gordon Growth Model
CENTRAGES S.A.	Opérationnelle	Actif net réévalué
IMMOBILIERE DE LA PEPINIERE S.A.	Opérationnelle	Actif net réévalué
INDUSERVICES FR S.A.	Opérationnelle	Actif net réévalué
INDUSERVICES S.A.	Opérationnelle	Actif net réévalué
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	Opérationnelle	Actif net réévalué
SETHIKULA CO LTD	Autres	Actif net réévalué
SOCFINCO FR S.A.	Holding / Opérationnelle	Actif net réévalué / Gordon Growth Model
SOCFINCO S.A.	Opérationnelle	Actif net réévalué
SOCFINDE S.A.	Holding / Opérationnelle	Actif net réévalué
SOCIETE DES PALMERAIES DE LA FERME SUISSE (SPFS)	Autres	Flux de trésorerie actualisés
SODIMEX FR S.A.	Opérationnelle	Actif net réévalué
SOGESCOL CAM S.A.	Opérationnelle	Gordon Growth Model
SOGESCOL FR S.A.	Holding / Opérationnelle	Actif net réévalué / Gordon Growth Model
TERRASIA S.A.	Opérationnelle	Actif net réévalué
VARANASI CO LTD	Autres	Actif net réévalué

4.3.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés opérationnelles et autres sociétés

Approche par les revenus

Compte tenu de l'absence d'un plan d'affaires pour les sociétés opérationnelles, nous avons, en fonction du modèle économique et de la nature des activités de chaque entité retenu le modèle de croissance constante qui suppose un niveau de croissance constant aux flux de trésorerie normatifs et durables. Le modèle suppose que l'entreprise ou l'actif peut ainsi réaliser une croissance constante à perpétuité. La valeur totale d'entreprise (VE) a donc été calculée selon la formule suivante du « modèle de croissance constante » :

$$VE = CF_n * \left(\frac{(1 + g)}{(CMPC - g)} \right)$$

avec les principaux éléments :

- CF : flux de trésorerie normatif et estimé comme durable
- CMPC : coût moyen pondéré du capital dont les détails théoriques sont présentés ci-dessus (section «4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations »).

Pour une estimation plus précise du CMPC, compte tenu du fait que les entités opérationnelles fournissent principalement des services aux plantations en Afrique et en Asie du Groupe SOCFIN (à partir de la Suisse, du Luxembourg et de la Belgique) et que le risque de leurs activités est donc inhérent aux risques des plantations, nous avons estimé un taux d'actualisation qui reflète les niveaux de risque de ces plantations.

- g : taux de croissance perpétuel (en ligne avec le taux de croissance retenu pour les plantations (section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations »), compte tenu du fait que les plans d'affaires des plantations fournis par le Management ne reflètent pas l'inflation et par souci de cohérence, un taux de croissance réel a également été retenu pour les sociétés opérationnelles et les autres sociétés, considérant que ces entités dépendent directement des plantations).

Pour calculer la valeur des fonds propres de la société à partir de la valeur totale de la société ainsi estimée selon le « modèle de croissance constante », la valeur totale de l'entreprise est ajustée pour tenir compte du niveau d'endettement net (c'est-à-dire la dette financière portant des intérêts, nette de la trésorerie et des équivalents de trésorerie) et tout actif et passif non opérationnel.

Approche de l'actif net réévalué (ANR)

Compte tenu du modèle économique et de la nature des activités de certaines sociétés opérationnelles, nous avons retenu l'approche de l'ANR pour ces entités.

En ligne avec la méthodologie retenue pour les sociétés holding, l'évaluation sur base de l'ANR est une approche d'évaluation qui consiste à agréger la juste valeur des actifs, y compris participations, détenus par une entité.

Ainsi, le processus d'évaluation selon l'ANR se décline selon les principales étapes suivantes :

- (i) l'estimation de la juste valeur individuelle de chaque participation respectivement de chaque actif ;
- (ii) l'agrégation de la juste valeur des participations respectivement des actifs au niveau de la société par la réévaluation de chaque ligne à l'actif ; et
- (iii) le calcul de la valeur des capitaux propres en considérant la juste valeur agrégée des participations respectivement des actifs et en ajustant la dette nette, les actifs non opérationnels et, le cas échéant, d'éventuels autres éléments de passif.

L'évaluation selon l'approche de l'ANR convient en particulier dans le cadre de l'évaluation d'entreprises présentant les caractéristiques suivantes :

- entreprises composées d'entités dans différents secteurs d'activité ;
- holdings ou conglomérats regroupant de nombreuses entreprises différentes ;
- entreprises disposant d'actifs distincts tel que des biens immobiliers.

4.3.2 Méthodes d'évaluation non retenues pour les sociétés opérationnelles et autres sociétés

Comme spécifié ci-dessus, nous avons retenu l'approche par les revenus (sur base du modèle de croissance constante) et l'ANR comme méthodologie pour estimer la valeur des sociétés opérationnelles et autres sociétés du Groupe SOCFIN et, après analyses, nous avons écarté les approches suivantes :

- **Approche de marché** : non représentative considérant que les sociétés opérationnelles et autres sociétés dépendent directement des plantations qui opèrent dans des zones géographiques diversifiées avec des risques spécifiques aux pays de chacune des plantations ;
- **Approche par les transactions récentes** : non applicable compte tenu de l'absence de telles transactions récentes sur les sociétés opérationnelles et les autres sociétés du Groupe SOCFIN ;
- **Approche du prix de marché boursier** (cours de bourse) : non applicable compte tenu qu'aucune de ces entités est cotée en bourse ;
- **Approche des coûts** : non applicable compte tenu de la nature spécifique de ces sociétés.

4.4 Considérations relatives aux primes et décotes

Parmi les méthodes d'évaluation communément admises, y compris celles mentionnées ci-dessus, les principes sous-jacents à chaque méthode peuvent aboutir à des estimations de niveaux de valeur différents. Ainsi, une méthode d'évaluation se basant sur le cours de bourse de titres listés se rapportera à la valeur d'une participation à la fois liquide et minoritaire (une action), alors qu'une méthode d'évaluation par les revenus ou une méthode d'évaluation de marché via les transactions récentes comparables se rapportera plus généralement à la valeur d'une participation peu liquide et majoritaire.

Les ajustements les plus communément admis pour s'assurer de niveaux de valeur comparables sont les décotes d'illiquidité, les primes de contrôle ou les décotes de non-contrôle.

Au niveau d'une holding, une décote additionnelle peut être considérée afin de capturer la réduction de valeur reflétée par les marchés financiers due notamment à la structure organisationnelle des activités et ses impacts sur la valeur des titres de la société holding (la « **Décote de Holding** »).

4.4.1 Décote d'illiquidité

Une décote d'illiquidité peut être applicable lorsque des sociétés comparables sont considérées comme ayant une liquidité supérieure à celle de l'actif évalué. Cette situation n'est pas rare lorsque l'approche des multiples boursiers est utilisée pour estimer la valeur d'un actif avec une liquidité moindre que celle des actions des sociétés comparables retenues.

Cette décote d'illiquidité reflète le fait qu'en comparant deux actifs en tous points identiques, l'actif qui demande plus de temps ou plus d'efforts à être cédé aura une valeur inférieure à l'actif facilement cessible.

4.4.2 Prime de contrôle et décote de non-contrôle

Une prime de contrôle peut être applicable lorsqu'une méthode d'évaluation se base sur la valeur d'un titre minoritaire (par exemple, via l'approche des multiples de marché qui se base sur le cours d'une action) pour estimer la valeur d'une participation majoritaire qui a en sus un contrôle sur l'activité et les éventuels avantages

y afférents (et notamment, représentation au conseil d'administration, influence sur la stratégie de la société, décision sur la structure de financement et la politique de dividendes, ...)

A l'inverse, une décote de non-contrôle pourrait être applicable dans le cas où une méthode d'évaluation se baserait sur la valeur d'une participation majoritaire (par exemple, via l'approche des multiples de transactions majoritaires) pour estimer la valeur d'une participation minoritaire.

4.4.3 Décote de holding

La capitalisation boursière d'une société holding est en général inférieure à la somme de ses participations revalorisées qu'elle détient : cette différence reflète la Décote de Holding.

Cette décote s'explique généralement par :

- la moindre liquidité des titres du holding dans le cas où les titres de ses participations sont aussi cotés ;
- les éventuels frottements fiscaux sur la remontée des dividendes (qui est de surcroît plus lente) ;
- les éventuels frottements administratifs créés par les frais de gestion propres à la holding ; et,
- le fait que l'investisseur se voit imposer un portefeuille d'actifs sans possibilité de choix.

4.4.4 Applicabilité de décotes ou primes

Plantations : Bien que les plantations ne soient pas toutes détenues à 100%, elles sont détenues de manière majoritaire et ces participations majoritaires sont peu ou pas liquides (y compris pour les plantations dont les titres sont cotés sur un marché financier). La méthode d'évaluation sélectionnée (approche par les revenus) se base sur des flux de trésorerie tels que considérés par un actionnaire majoritaire et par conséquent, cette méthode d'évaluation est adaptée à un investisseur qui veut estimer une position de contrôle : elle reflète donc déjà de potentielles décotes et primes.

Sociétés opérationnelles et autres entités : De manière similaire, ces sociétés sont détenues par le Groupe SOCFIN de manière majoritaire et ces participations majoritaires sont considérées comme peu ou pas liquides. La méthode d'évaluation sélectionnée (approche par les revenus) se base sur des flux de trésorerie tels que considérés par un actionnaire majoritaire et par conséquent, cette méthode d'évaluation est adaptée à un investisseur qui veut estimer une position de contrôle : elle reflète donc déjà de potentielles décotes et primes.

Holdings : Les sociétés holdings au sein du Groupe SOCFIN sont aussi détenues de manière majoritaire et ces participations majoritaires ont été estimées comme peu ou pas liquides (y compris pour les sociétés holdings dont les titres sont cotés sur un marché financier). La principale méthode d'évaluation sélectionnée (SOTP) reprend mécaniquement le niveau de valeur de ses participations aussi bien pour les plantations que pour les sociétés opérationnelles (c'est-à-dire un intérêt majoritaire peu ou pas liquide) et par conséquent, cette méthode d'évaluation est adaptée à un investisseur qui veut estimer une position de contrôle : elle reflète donc déjà de potentielles décotes et primes directement liées au contrôle ou à l'illiquidité.

Comme SOCFIN est une société holding, et sur base des données factuelles de marché présentées dans la section précédente, nous estimons que le marché considérerait de manière générale et en cas de cessions d'actifs une décote comparée à la méthode SOTP.

Il pourrait être argumenté que cette remarque est aussi applicable à d'autres sociétés holdings sous SOCFIN telles que SOCFINAF ou SOCFINASIA et qu'une décote de holding devrait aussi être appliquée à ces sociétés holding (situation dite de « cascades de holding »). Néanmoins, par souci de clarté et afin d'éviter un potentiel double comptage qui impacterait négativement l'estimation du Juste Prix, il a été considéré que l'analyse faite de la décote de holding au niveau des titres SOCFIN agrégeait l'ensemble des impacts imputables à cette décote de holding au sein de la structure de détention.

Une unique décote de holding a donc été retenue directement au niveau des titres SOCFIN.

5 Évaluation de l'action SOCFIN

Compte tenu de la structure du Groupe SOCFIN, présenté ci-dessus, l'essentiel de la valeur de SOCFIN est constitué de ses participations directes et indirectes dans ses plantations en Afrique et en Asie du Sud-Est et dans ses sociétés opérationnelles en Suisse, au Luxembourg et en Belgique.

5.1 SOCFINAF

SOCFINAF détient directement des parts dans des plantations, des sociétés holdings et des sociétés opérationnelles.

La valeur des parts dans les entreprises liées est estimée à EUR 482,7m.

Tableau 8 : SOCFINAF - Parts dans des entreprises liées

Bilan		
Actif (EURm)	% détenu	ANR
Actif immobilisé		482.7
Parts dans des entreprises liées		440.2
Plantations		186.6
OKOMU (Oil Palm Company) PLC	66.4%	155.9
PLANTATIONS SOCFINAF GHANA (PSG) LTD	100.0%	40.7
SALALA RUBBER CORPORATION (SRC)	64.9%	-
SOCFIN AGRICULTURAL COMPANY (SAC) LTD	93.0%	-
BRABANTA S.P.R.L.	100.0%	(10.0)
Holdings		236.6
BEREBY-FINANCES (BEFIN) S.A.	87.1%	124.5
SOCAPALM S.A.	67.5%	61.3
SOGESCOL FR S.A.	50.0%	26.0
SAFA	100.0%	16.6
SOCFINCO FR S.A.	50.0%	8.0
STP INVEST S.A.	100.0%	0.2
LIBERIAN AGRICULTURAL COMPANY (LAC)	100.0%	-
Sociétés opérationnelles		16.9
CENTRAGES S.A.	50.0%	4.2
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	15.0%	3.5
SODIMEX FR S.A.	50.0%	3.5
IMMOBILIERE DE LA PEPINIERE S.A.	50.0%	3.4
SOCFINDE S.A.	20.0%	1.9
SOCFINCO S.A.	50.0%	1.4
TERRASIA S.A.	33.3%	0.5
INDUSERVICES S.A.	30.0%	0.0
INDUSERVICES FR S.A.	50.0%	(1.6)
Autres		0.1

Certains éléments sont à noter pour les plantations ci-dessous :

- SRC : l'ANR présenté comprend uniquement la valeur des parts détenues directement dans SRC. La valeur des parts détenues indirectement via LAC dans SRC (35%) est reprise plus bas dans la valeur de la holding LAC.
- BRABANTA : les récoltes sont significativement impactées par un champignon, et par conséquent des flux de trésorerie négatifs d'environ EUR 3,0m par an sont attendus. Un processus de vente a été enclenché

mais jusqu'à présent sans succès. L'ANR est une estimation des apports nécessaires en liquidités pour les trois prochaines années.

Pour ce qui concerne les sociétés holdings :

- BEREBY FINANCES : l'ANR comprend la valeur des parts dans les plantations SCC (70%) et SOGB (73%) ainsi que les actifs et passifs détenus par la holding.
- SOCAPALM : l'ANR comprend la valeur de la plantation SOCAPALM, ainsi que la valeur des parts dans la plantation SPFS (100%) et CAMSEEDS (100%).
- SAFA : l'ANR comprend la valeur des parts dans la plantation SAFACAM (69%) ainsi que les actifs et passifs détenus par la holding.
- STP INVEST : l'ANR comprend la valeur des parts dans la plantation AGRIPALMA (88%) ainsi que les actifs et passifs détenus par la holding.
- SOGESCOL FR : l'ANR comprend la valeur de l'activité, ainsi que la valeur des parts dans MANAGEMENT ASSOCIATES (10%) et SOGESCOL CAM (100%)

En sus de ses parts dans des entreprises liées, SOCFINAF détient au sein de son actif immobilisé des créances sur des entreprises liées.

Tableau 9 : SOCFINAF – Créances immobilisées sur des entreprises liées

Bilan	
Actif (EURm)	ANR
Actif immobilisé	482.7
Créances sur des entreprises liées	42.5
SOCFIN AGRICULTURAL COMPANY (SAC) LTD	13.2
LIBERIAN AGRICULTURAL COMPANY (LAC)	12.8
PLANTATIONS SOCFINAF GHANA (PSG) LTD	8.3
SALALA RUBBER CORPORATION (SRC)	6.0
AGRIPALMA Lda	2.1
INDUSERVICES S.A.	0.1
BRABANTA S.P.R.L.	-
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	-

Dans le cadre de nos travaux d'évaluation, les valeurs des créances présentées ci-dessus sont les valeurs financières estimées comme recouvrables (et non nécessairement les valeurs nominales ou comptables).

Tableau 10 : SOCFINAF – Résumé de l'évaluation

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFIN		64.6%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		ANR
Bilan		
Actif (EURm)		ANR
Actif immobilisé		482.7
Parts dans des entreprises liées		440.2
Créances sur des entreprises liées		42.5
Actif circulant		23.2
Créances sur des entreprises liées/actionnaires		21.2
Autres créances		1.5
Valeurs mobilières		0.2
Avoirs en banque		0.3
Total actif		505.8
Passif (EURm)		
Dettes		155.5
Dette		5.1
Dette envers des entreprises liées/actionnaires		150.4
Passifs non subordonnés		2.0
Total passif		157.5
Total capitaux propres		348.4
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFIN	64.6%	225.2

A son actif, et en sus des participations et des créances détenues, SOCFINAF détient à son actif circulant d'autres créances, des valeurs mobilières et des avoirs en banque qui ont été confirmés par le Management à la Date d'Évaluation.

A son passif, la dette est due envers SOCFIN (nominal de EUR 110,0m plus intérêts) et actionnaires (Bolloré Participations pour EUR 20,0m plus intérêts et MOPOLI pour EUR 20,0 plus intérêts). Ces dettes portent un intérêt fixe entre 4,00% et 4,25%.

L'actif de EUR 505,8m diminué des dettes de EUR 157,5m donne un ANR de EUR 348,4m.

Il est à noter que cette évaluation de l'ANR est réalisée spécifiquement dans le cadre du Retrait Obligatoire et de l'évaluation des titres SOCFIN. Elle ne reflète donc pas des considérations propres à SOCFINAF qui seraient susceptibles d'être appropriées dans le cadre d'une évaluation dans un contexte différent et notamment dans le cadre d'une évaluation spécifique à SOCFINAF (comme par exemple, une possible décote de holding considérée, dans la présente analyse, uniquement de manière agrégée au niveau de SOCFIN).

5.2 SOCFINASIA

SOCFINASIA détient directement des parts dans des plantations, des sociétés holdings et des sociétés opérationnelles.

La valeur des parts dans les entreprises liées est estimée à EUR 419,1m.

Tableau 11 : SOCFINASIA - Part dans des entreprises liées

Bilan		
Actif (EURm)	% détenu	ANR
Actif immobilisé		419.1
Parts dans des entreprises liées		312.9
Holdings		289.9
PNS LIMITED S.A.	100.0%	255.9
SOGESCOL FR S.A.	50.0%	26.0
SOCFINCO FR S.A.	50.0%	8.0
SOCFIN-KCD CO LTD	100.0%	-
Sociétés opérationnelles		23.0
SOCFINDE S.A.	79.9%	7.8
CENTRAGES S.A.	50.0%	4.2
SODIMEX FR S.A.	50.0%	3.5
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	15.0%	3.5
IMM. DE LA PEPINIERE S.A.	50.0%	3.4
SOCFINCO S.A.	50.0%	1.4
TERRASIA S.A.	47.8%	0.8
INDUSERVICES S.A.	35.0%	0.0
INDUSERVICES FR S.A.	50.0%	(1.6)

Certains éléments sont à noter pour les sociétés holdings ci-dessous :

- SOCFIN-KCD : l'ANR comprend la valeur de la plantation, ainsi que la valeur des parts dans les plantations SETHIKULA (100%) et VARANASI (100%).
- PNS : l'ANR comprend la valeur des parts dans les plantations SOCFINDO (90%) et COVIPHAMA (100%), ainsi que les actifs et passifs détenus par PNS.
- SOGESCOL FR : l'ANR comprend la valeur de l'activité, ainsi que la valeur des parts dans MANAGEMENT ASSOCIATES (10%) et SOGESCOL CAM (100%).

En sus de ses parts dans des entreprises liées, SOCFINASIA détient des créances sur des entreprises liées.

Tableau 12 : SOCFINASIA - Créances sur des entreprises liées

Bilan	
Actif (EURm)	ANR
Actif immobilisé	419.1
Créances sur des entreprises liées	106.2
SOCFIN S.A.	90.4
SOCFIN-KCD CO LTD	15.6
INDUSERVICES S.A.	0.1
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	-

Dans le cadre de nos travaux d'évaluation, les valeurs des créances présentées ci-dessus sont les valeurs financières estimées comme recouvrables (et non nécessairement les valeurs nominales ou comptables).

Tableau 13 : SOCFINASIA - Résumé de l'évaluation

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFIN		58.3%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		ANR
Bilan		
Actif (EURm)		ANR
Actif immobilisé		419.1
Parts dans des entreprises liées		312.9
Créances sur des entreprises liées		106.2
Actif circulant		56.7
Créances commerciales		3.1
Avoirs en banque		53.6
Total actif		475.8
Passif (EURm)		
Dettes		2.5
Passifs non subordonnés		5.6
Total passif		8.1
Total capitaux propres		467.7
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFIN	58.3%	272.4

A son actif, et en sus des participations et des créances détenues, SOCFINASIA détient quelques autres créances et des avoirs en banque qui ont été confirmés par le Management à la Date d'Évaluation.

A son passif, SOCFINASIA n'a pas de dettes financières à la Date d'Évaluation et les autres dettes et passifs non subordonnés sont principalement composés de dettes fiscales et de dettes courantes.

L'actif de EUR 475,8m diminué des dettes de EUR 8,1m donne un ANR de EUR 467,7m.

Il est à noter que cette évaluation de l'ANR est réalisée spécifiquement dans le cadre du Retrait Obligatoire et de l'évaluation des titres SOCFIN. Elle ne reflète donc pas des considérations propres à SOCFINASIA qui seraient susceptibles d'être appropriées dans le cadre d'une évaluation dans un contexte différent et notamment dans le cadre d'une évaluation spécifique à SOCFINASIA (comme par exemple, une possible décote de holding considérée, dans la présente analyse, uniquement de manière agrégée au niveau de SOCFIN).

5.3 SOCFIN

SOCFIN détient directement des parts dans des sociétés holdings et des sociétés opérationnelles.

5.3.1 Valeur des participations et créances

La valeur des participations et des créances est estimée à EUR505,0m et EUR110,0m.

Tableau 14 : SOCFIN - Part dans des entreprises liées et créances sur des entreprises liées

Bilan		
Actif (EURm)		ANR
Actif immobilisé		615.0
Parts dans des entreprises liées		505.0
Holdings		497.6
SOCFINAF S.A.	64.6%	225.2
SOCFINASIA S.A.	58.3%	272.4
Sociétés opérationnelles		7.4
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	30.0%	7.0
TERRASIA S.A.	18.9%	0.3
INDUSERVICES S.A.	35.0%	0.0
Créances sur des entreprises liées		110.0
SOCFINAF S.A.		110.0

A son actif, les deux principales participations détenues par SOCFIN sont SOCFINAF (détenue à 64,6%) et SOCFINASIA (détenue à 58,3%). Les ANR de ces participations sont estimés respectivement dans les sections « 5.1 SOCFINAF » et « 5.2 SOCFINASIA ».

SOCFIN détient aussi des participations directes dans trois sociétés opérationnelles du Groupe SOCFIN : Management Associates, Terrasia et Induservices. Les valeurs de ces participations sont estimées dans la section « 7.3.1 Annexe C1 : Entités opérationnelles ».

A la Date d'Évaluation, SOCFIN détient aussi une créance envers SOCFINAF pour un montant de EUR 110,0m qui a été analysée et considérée comme recouvrable.

5.3.2 Méthode d'évaluation SOTP

Tableau 15 : SOCFIN - Résumé de l'évaluation

Résumé de l'évaluation	
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)	ANR
Bilan	
Actif (EURm)	ANR
Actif immobilisé	615.0
Parts dans des entreprises liées	505.0
Créances sur des entreprises liées	110.0
Actif circulant	5.4
Créances commerciales	1.0
Avoirs en banque	4.5
Total actif	620.5
Passif (EURm)	
Dette envers des entreprises liées/actionnaires	90.4
Passifs non subordonnés	0.6
Total passif	91.0
Total capitaux propres	529.5

A son actif et en sus des participations et des créances détenues, SOCFIN détient quelques créances commerciales et des avoirs en banque qui ont été confirmés par le Management à la Date d'Évaluation.

Le 30 mai 2023, lors de son Assemblée Générale Ordinaire, le Conseil d'Administration de SOCFIN a décidé de la mise en paiement d'un dividende final de EUR 0,50 brut par action avec pour date de paiement le 8 juin 2023. Dans la mesure où la Date d'Évaluation est postérieure à la date de paiement, la méthode d'évaluation SOTP sur base des derniers montants de trésorerie disponibles prend en compte ce paiement et est donc une évaluation post-dividende.

A son passif, la dette envers des entreprises liées se rapporte au prêt de SOCFINASIA pour EUR 90,4m au taux fixe de 4,0% et les intérêts qui y sont associés. Cette dette est remboursable au plus tard le 10 novembre 2026.

L'actif de EUR 620,5m diminué des dettes de EUR 91,0m donne un ANR de EUR 529,5m. Sur base de 14.159.720 actions émises, cela correspond à une valeur par action avant décote de EUR 37,4.

Il est à noter que ce montant est supérieur à la valeur comptable des fonds propres consolidés (hors quote-part des minoritaires) au 31 décembre 2022 (soit EUR 431,2m) qui ne considère que partiellement la juste valeur des actifs détenus.

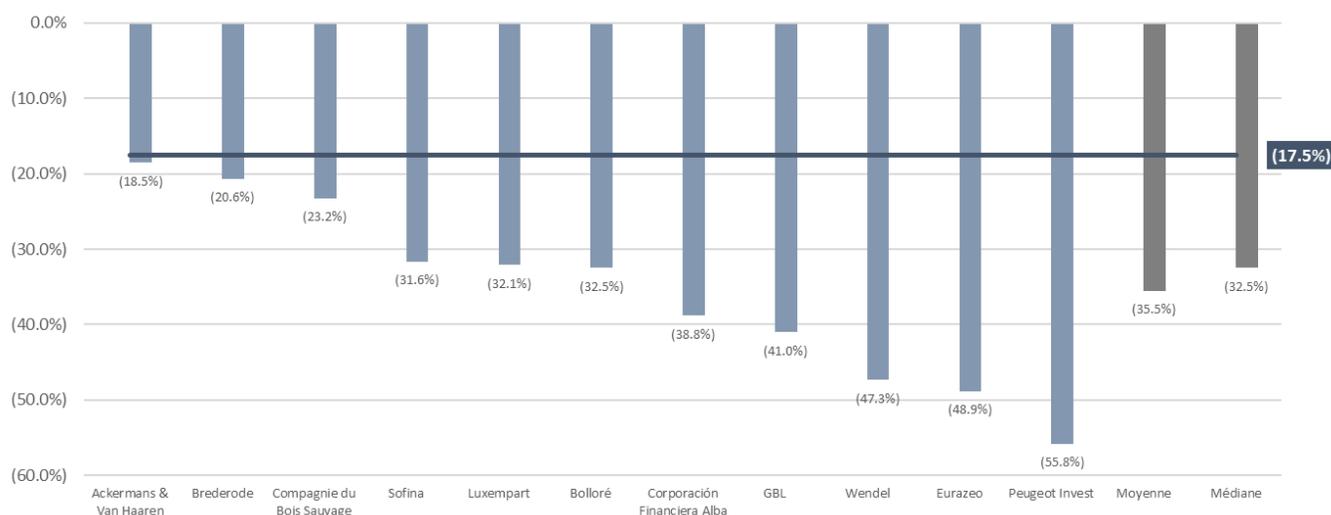
Cet ANR est également supérieur à la capitalisation boursière du 29 mai (veille de l'annonce du Retrait Obligatoire) estimée à EUR 294,5m sur base d'un cours de EUR 20,8 par action et respectivement à la capitalisation boursière du 23 juin 2023 (Date d'Évaluation) estimée à EUR 422,0m sur base d'un cours de EUR 29,8 par action.

5.3.3 Décote de holding

Comme précisé dans la section « 4.4.4 Applicabilité de décotes ou primes », une décote de holding au niveau des titres SOCFIN nous semble applicable.

Afin d'estimer cette décote de holding, nous avons étudié les décotes observées à la Date d'Évaluation sur un groupe de sociétés listées publiant régulièrement leur ANR et communément utilisées pour déterminer une décote de holding.

Figure 3 : Décotes de holding observées (exprimées en % de l'ANR)



L'analyse de ces sociétés résulte en une décote moyenne de 36% et une décote médiane de 33%.

Nous notons que les éléments ci-dessous généralement explicateurs d'une décote de holding sont pleinement applicables à SOCFIN :

- la moindre liquidité des titres du holding dans le cas où les titres de ses participations sont aussi cotés ;
- les éventuels frottements fiscaux sur la remontée des dividendes (qui est de surcroît plus lente) ;
- les éventuels frottements administratifs créés par les frais de gestion propres à la holding ; et,
- le fait que l'investisseur se voit imposer un portefeuille d'actifs sans possibilité de choix.

Néanmoins, il est aussi à noter que le Groupe SOCFIN est investi dans moins de métiers différents comparativement aux sociétés ci-dessus et que, par conséquent, l'aspect conglomérat de la structure est comparativement moins développé.

Ainsi, une décote a été sélectionnée dans la fourchette basse des sociétés ci-dessus et une décote de holding de 17,5% a été appliquée.

Après considération de la décote de holding, l'ANR du Groupe SOCFIN s'élève à EUR 436,8m.

Sur la base de 14.159.720 actions émises, cette valeur correspond à une valeur par action post-décote de holding de EUR 30,85.

5.4 Autres considérations

5.4.1 Cours historique de l'action depuis l'annonce du Retrait Obligatoire

Comme indiqué en section « 3.5 Analyse du cours de bourse », les caractéristiques des titres cotés SOCFIN en amont de l'annonce du Retrait Obligatoire ne permettent pas de répondre à la définition d'un marché actif.

Néanmoins, nous notons une hausse de la fréquence et des volumes de transaction entre la date d'annonce par l'Actionnaire Majoritaire du Retrait Obligatoire (c'est-à-dire le 30 mai 2023) et la Date d'Évaluation.

Figure 44 : Évolution du cours de bourse de l'action SOCFIN sur 2 ans



Source : S&P Capital IQ, Bourse de Luxembourg, Analyses BHB & Partners

Ces évolutions directement imputables à l'annonce du Retrait Obligatoire et sur une durée de seulement quelques jours ne nous semblent pas suffisantes pour simplement considérer le cours de l'action à la Date d'Évaluation.

Néanmoins, il est à noter que :

- Entre le 29 mai et le 5 juin, le cours a augmenté de EUR 20,8 à EUR 28,00 (cours de clôture), soit une progression de 34,6%.
- Entre le 5 juin (soit 4 jours ouvrés post-annonce par l'Actionnaire Majoritaire du Retrait Obligatoire et qui pourrait donc être considéré comme date post-dissémination de l'information) et la Date d'Évaluation, le cours des titres s'est maintenu entre EUR 28,00 et EUR 29,80 (période comprenant notamment le versement d'un dividende de EUR 0,50).
- Même si le marché n'est pas considéré comme actif, ces transactions observables accompagnées de fréquence et volume plus élevés peuvent fournir une indication (référentiels boursiers) sur la manière dont un participant de marché, agissant dans son propre intérêt économique, interviendrait en cas de cession et notons qu'à notre connaissance, aucune transaction entre participants de marché dans l'attente du juste prix n'a été réalisée au cours de cette période à un prix supérieur à EUR 29,80 par action.

Analyse des primes implicites sur base de l'ANR post-décote de holding par rapport aux cours de bourse historiques

La valeur par action post-décote de holding fait ressortir une prime de 48,3% par rapport au cours spot du 29 mai 2023 (veille de l'annonce du Retrait Obligatoire). Cette prime augmente à 50,7% après considération du dividende de EUR 0,50 reçu par les actionnaires entre le 29 mai et la Date d'Évaluation.

Tableau 16 : Analyse des volumes se terminant le 23 juin 2023 des titres cotés SOCFIN

Analyse des volumes se terminant le 23 juin 2023	
	19 jours ouverts
Nombre moyen de titres échangés par jour	1,937
Montant moyen des transactions par jour (€)	55,704 €
Jours ouverts avec a minima 1 transaction	78.9%

Source : S&P Capital IQ, Bourse de Luxembourg, Analyses BHB & Partners

Tableau 17 : Estimation des primes induites par l'ANR post-décote de holding par rapport aux cours de bourse des actions SOCFIN

Description	Cours (EUR)	Prime / ANR post-décote de holding
Moyenne pondérée 5 jours date d'évaluati	28.7	7.4%
Spot 29/05/2023	20.8	48.3%
Moyenne 20 jours pré-annonce	21.5	43.4%
Moyenne 60 jours pré-annonce	22.6	36.2%
Moyenne 240 jours pré-annonce	21.5	43.8%
+haut (240 jours) pré-annonce	24.0	28.5%
+bas (240 jours) pré-annonce	19.2	60.7%

Source : S&P Capital IQ, Bourse de Luxembourg, Analyses BHB & Partners

5.4.2 Références aux valeurs de SOCFINAF et de SOCFINASIA dans le rapport annuel 2022 de SOCFIN

Dans le rapport annuel 2022 de SOCFIN, et plus précisément dans le rapport de gestion des comptes sociaux (et non des comptes consolidés), le management de SOCFIN estime une valeur de SOCFIN au 31 décembre 2022 de EUR 351,6m, soit EUR 24,83 par action. Nous notons que cette dernière valeur est inférieure de 19,5% à la valeur par action post-décote de holding estimée dans la section « 5.3 SOCFIN ».

De manière similaire, dans le rapport annuel 2022 de SOCFINAF, et plus précisément dans le rapport de gestion des comptes sociaux (et non des comptes consolidés), le management de SOCFINAF estime une valeur de SOCFINAF au 31 décembre 2022 de EUR 727,1m, soit EUR 41,76 par action en considérant le taux de change de la banque centrale du Nigéria ou EUR 36,00 par action en considérant le taux de change sur les marchés de gré à gré.

De la même manière, dans le rapport annuel 2022 de SOCFINASIA, et plus précisément dans le rapport de gestion des comptes statutaires (et non des comptes consolidés), le management de SOCFINASIA estime une valeur de SOCFINASIA au 31 décembre 2022 de EUR 554,1m, soit EUR 28,28 par action.

Nous soulignons que le rapport de gestion est en dehors du périmètre audité et nous avons obtenu confirmation du Management que ces estimations n'ont pas pour objectif d'estimer une juste valeur de SOCFIN, de SOCFINAF ou de SOCFINASIA sur base de méthodes objectives et adéquates pratiquées en cas de cession d'actifs, mais plutôt de valider des valeurs d'acquisition comptables dans un référentiel de normes comptables luxembourgeoises.

Il a été porté à notre connaissance par le Management que les méthodes d'évaluation supportant cette estimation sont principalement (1) la valeur d'investissement ou d'inventaire, (2) la valeur patrimoniale au 31 Décembre 2022 et de manière ponctuelle (3) le cours de bourse au 31 Décembre 2022.

La valeur d'investissement ou d'inventaire et la valeur patrimoniale au 31 Décembre 2022 sont respectivement équivalentes au coût d'acquisition et à la valeur comptable des fonds propres. Dans le cadre du présent Rapport d'Évaluation, ces méthodes ne nous semblent pas des méthodes objectives et adéquates pratiquées en cas de cession d'actifs pour déterminer un juste prix, car elles ne reflètent ni la valeur actuelle, ni les projections futures des participations détenues par SOCFIN, SOCFINAF ou SOCFINASIA, mais plutôt des données historiques à un moment donné.

Les cours de bourse utilisés au 31 Décembre 2022 ne nous semblent pas non plus des méthodes objectives et adéquates pratiquées en cas de cession d'actifs pour déterminer directement un juste prix pour les raisons détaillées dans le présent Rapport d'Évaluation, soulignant notamment les fréquences basses et irrégulières et les volumes peu significatifs des titres.

5.4.3 Transactions internes

Le Management nous a confirmé ne pas avoir connaissance de transactions matérielles récentes (endéans trois années), en dehors du marché actif, impliquant des entités cotées au Luxembourg du Groupe SOCFIN, et par conséquent, cette approche n'a pas été retenue dans le cadre de la présente évaluation.

A titre d'information uniquement, nous comprenons néanmoins du Management que des transactions hors plateforme de négociation ont pu historiquement avoir lieu sur les titres SOCFINAF et que les prix d'acquisition acquittés alors par SOCFIN étaient proches des cours boursiers aux dates respectives de transaction. Nous notons que l'application d'une telle approche résulterait en une évaluation des titres SOCFIN inférieure à celle estimée au sein de ce rapport.

5.4.4 Transaction envisagée entre groupe Bolloré et groupe familial Fabri post Retrait Obligatoire

Il est également à noter que le pacte d'actionnaires constitutif de l'action de concert précité, ayant pour conséquence le franchissement du seuil de 95% du capital de SOCFIN par l'Actionnaire Majoritaire, prévoit qu'à l'issue du Retrait Obligatoire des actions SOCFIN, le groupe Bolloré cèdera une participation à hauteur de 5% du nombre total d'actions de SOCFIN au groupe familial Fabri, au prix du Retrait Obligatoire.

La transaction envisagée est explicitement décrite dans l'accord entre actionnaires en date du 30 mai 2023. A ce titre, elle qualifierait de transaction significative sur les titres SOCFIN entre deux actionnaires historiques qui ont chacun une très bonne connaissance des activités du Groupe SOCFIN et qui agiraient dans leurs propres intérêts économiques respectifs.

Nous relevons néanmoins que la transaction n'est pas encore pleinement exécutée et n'impliquerait pas d'investisseurs externes. Il nous paraît donc difficile de la considérer dans le cadre d'une méthode d'évaluation

sur base des transactions récentes, mais notons néanmoins les discussions avancées pour sa réalisation au prix du Retrait Obligatoire dans une période assez courte après le Retrait Obligatoire.

A ce titre, la transaction envisagée est susceptible de fournir, dans une certaine mesure, une indication supplémentaire sur le fait que le prix du Retrait Obligatoire pourrait être considéré comme représentatif de la juste valeur en cas de cession des titres SOCFIN à la Date d'Évaluation.

6 Conclusion

Sur la base de nos analyses, nous sommes d'avis que le Juste Prix dans le contexte du Retrait Obligatoire est de EUR 30,85 par action de SOCFIN à la Date d'Évaluation.

7 Annexes

7.1 Annexe A : Évaluation des Plantations

7.1.1 Annexe A1 : Évaluation de OKOMU

Description

Okomu Oil Palm Company PLC (« **OKOMU** »), 2^{ème} plus grande plantation du Nigéria, est le plus important producteur d'huile de palme du pays et occupe la 2^{ème} place sur le marché national du caoutchouc.

OKOMU a été initialement créée par le gouvernement fédéral du Nigeria dans l'État d'Edo fin des années 1970. La privatisation des plantations opérée par le Gouvernement en 1990 incite le Groupe Socfin à acquérir une participation majoritaire dans l'actionnariat d'OKOMU. Grâce à ces investissements privés, la plantation modernise son outil de production et procède à plusieurs extensions. En 1998, une diversification de culture est mise en œuvre au profit de l'hévéaculture.

Les actions d'OKOMU sont cotées sur la bourse du Nigeria (Nigerian Exchange Group) et sont très majoritairement détenues par SOCFINAF.

En application des cadres d'évaluation reconnus, nous avons analysé les caractéristiques des actions OKOMU afin de déterminer si le cours des actions pouvait être représentatif de la juste valeur à la Date d'Évaluation. Nous notons que malgré des fréquences quotidiennes de transactions, les volumes échangés restent néanmoins faibles résultant en une rotation historique limitée du capital et du flottant nous amenant à la conclusion qu'en cas de cessions d'actifs, l'approche de marché boursier ne serait pas retenue en méthode d'évaluation principale.

Par souci d'exhaustivité, nous nous sommes néanmoins assurés qu'une évaluation via l'approche de marché boursier n'aboutirait pas à des valeurs significativement différentes (à la hausse comme à la baisse) pour les titres SOCFIN concernés par le Retrait Obligatoire.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Comme stipulé dans le rapport annuel 2022 de SOCFIN, au Nigéria, la disponibilité des devises fortes est extrêmement limitée. L'écart entre le taux de la banque centrale et les taux de gré à gré s'accroît, atteignant 30% à 35% en 2022 et plus encore sur les premiers mois de 2023. A la Date d'Évaluation, nous notons une forte dépréciation sur le marché officiel suite à une évolution de la politique de la banque centrale du Nigéria. L'impact des opérations nigérianes crée une exposition aux fluctuations des taux qui peuvent avoir un impact sur le résultat financier libellé en euro. Les risques significatifs liés au taux de change ont été principalement considérés dans l'estimation du taux d'actualisation.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 18 : Résumé de l'évaluation d'OKOMU

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINAF		66.4%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)	Flux de trésorerie actualisés Approche des marchés boursiers	
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		USD
Taux d'actualisation		21.1%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		1.09
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		226.4
Dette nette / (excédent de trésorerie)		(8.5)
Valeur théorique des capitaux propres		234.9
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		4.0x
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINAF	66.4%	155.9

7.1.2 Annexe A2 : Évaluation de SOGB

Description

SOGB S.A. « SOGB », 3^{ème} producteur de caoutchouc naturel granulé et 5^{ème} producteur d'huile de palme brute de la Côte d'Ivoire, a été créée en 1969 dans le but de désenclaver la région du sud-ouest du pays.

En 1994 le Groupe SOCFIN, en association avec un investisseur national, acquiert une participation majoritaire dans le capital de SOGB. En 1994, après la décision de l'État en 1990 de désengager les secteurs productifs de l'économie nationale et de privatiser les filières « hévéa » et « palmier à huile », le Groupe SOCFIN, en association avec un investisseur national, acquiert une participation majoritaire dans le capital de SOGB.

Les actions de SOGB sont cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (« **BRVM** ») en Côte d'Ivoire et sont très majoritairement détenues par Socfinaf S.A.

En application des cadres d'évaluation reconnus, nous avons analysé les caractéristiques des actions SOGB afin de déterminer si le cours des actions pouvait être représentatif de la juste valeur à la Date d'Évaluation. Nous notons que malgré des fréquences quotidiennes de transactions, les volumes échangés restent néanmoins faibles résultant en une rotation historique limitée du capital et du flottant nous amenant à la conclusion qu'en cas de cessions d'actifs, l'approche de marché boursier ne serait pas retenue en méthode d'évaluation principale.

Par souci d'exhaustivité, nous nous sommes néanmoins assurés qu'une évaluation via l'approche de marché boursier n'aboutirait pas à des valeurs significativement différentes (à la hausse comme à la baisse) pour les titres SOCFIN concernés par le Retrait Obligatoire.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 19 : Résumé de l'évaluation de SOGB

Résumé de l'évaluation		
% de détention par BEREBY-FINANCES (BEFIN) S.A.		73.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)	Flux de trésorerie actualisés Approche des marchés boursiers	
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		XOF
Taux d'actualisation		10.8%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		657.89
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		136.8
Dette nette / (excédent de trésorerie)		0.6
Valeur théorique des capitaux propres		136.2
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		6.8x
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
BEFIN	73.0%	99.4

7.1.3 Annexe A3 : Évaluation de SCC

Description

Sud Comoé Caoutchouc « SCC », basée au sud de la Côte d'Ivoire, est un producteur usinier de la filière hévéa, spécialisée dans le traitement et la commercialisation de caoutchouc.

La région du Sud Comoé ayant été tenue à l'écart des grands programmes de développement de la filière hévéa suite à la décision de l'État en 1990 de désengager les secteurs productifs de l'économie nationale et de privatiser les filières « hévéa » et « palmier à huile », SOCFIN, avec l'appui de la SOGB, a réalisé un recensement des plantations d'hévéas existantes dans un rayon de 40 km autour du futur site d'implantation avant de créer SCC en 2008 pour devenir le 4^{ème} producteur usinier de la filière.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 20 : Résumé de l'évaluation de SCC

Résumé de l'évaluation		
% de détention par BEREBY-FINANCES (BEFIN) S.A.		70.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		Flux de trésorerie actualisés
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		XOF
Taux d'actualisation		11.3%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		657.89
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		38.7
Dette nette / (excédent de trésorerie)		(0.7)
Valeur théorique des capitaux propres		39.3
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		5.9x
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
BEFIN	70.0%	27.5

7.1.4 Annexe A4 : Évaluation de SOCAPALM

Description

SOCAPALM, producteur de près de 48% de l'huile de palme d'origine camerounaise, est né du lancement par le gouvernement en 1968 de la création de grands complexes agro-industriels pour faire face à la pénurie d'huile végétale au Cameroun.

La société s'avérant non-concurrentielle dans le contexte socio-économique local, un processus de privatisation est enclenché et la privatisation devient effective en juin 2000. Depuis, la société a également mis en œuvre une politique de diversification de ses plantations au profit de l'hévéaculture.

Les actions de SOCAPALM sont cotées à la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale (« **BVMAC** ») et sont très majoritairement détenues par SOCFINAF.

En application des cadres d'évaluation reconnus, nous avons analysé les caractéristiques des actions SOCAPALM afin de déterminer si le cours des actions pouvait être représentatif de la juste valeur à la Date d'Évaluation. Nous notons l'absence de transactions quotidiennes (historiquement, moins d'une séance par semaine donne lieu à une transaction), des volumes échangés très faibles (en moyenne EUR 3k par jour) résultant en une rotation historique très limitée du capital et du flottant nous amenant à la conclusion qu'en cas de cessions d'actifs, l'approche de marché boursier ne serait pas retenue en méthode d'évaluation.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 21 : Résumé de l'évaluation de SOCAPALM

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCAPALM		100.0%*
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		Flux de trésorerie actualisés
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		XOF
Taux d'actualisation		16.6%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		657.89
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		76.6
Dettes nette / (excédent de trésorerie)		(16.6)
Valeur théorique des capitaux propres		93.2
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		4.4x
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCAPALM	100.0%	93.2

*La valeur de la plantation est reprise à l'actif de SOCAPALM dans l'évaluation des holdings

7.1.5 Annexe A5 : Évaluation de SAFACAM

Description

Les origines de SAFACAM remontent jusqu'en 1897 quand cette plantation d'hévéa était l'unique pôle agro-industriel de la région de Dizangué. En 1939, la société devient SAFA (Société Africaine Forestière et Agricole) pour ensuite devenir, en 1962, SAFACAM (Société Africaine Forestière et Agricole du Cameroun).

En 1973, à la suite de la crise pétrolière des années 1970 SAFACAM a commencé à diversifier ses cultures au profit du palmier à huile. A ce moment, le gouvernement développe un « plan palmier », mis en œuvre par la Société Nationale d'Investissement (SNI) et l'État entre alors à hauteur de 11% dans le capital de SAFACAM (par le biais de la SNI).

Les actions de SAFACAM sont cotées à la BVMAC et sont très majoritairement détenues par SOCFINAF.

En application des cadres d'évaluation reconnus, nous avons analysé les caractéristiques des actions SAFACAM afin de déterminer si le cours des actions pouvait être représentatif de la juste valeur à la Date d'Évaluation. Nous notons l'absence de transactions quotidiennes (à titre illustratif, aucune transaction lors des 15 séances précédant la Date d'Évaluation), des volumes échangés très faibles (en moyenne moins de EUR 1,5k par jour) résultant en une rotation historique très limitée du capital et du flottant nous amenant à la conclusion qu'en cas de cessions d'actifs, l'approche de marché boursier ne serait pas retenue en méthode d'évaluation.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 22 : Résumé de l'évaluation de SAFACAM

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SAFA		69.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		Flux de trésorerie actualisés
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		XAF
Taux d'actualisation		15.6%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		657.89
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		19.9
Dettes nette / (excédent de trésorerie)		(0.8)
Valeur théorique des capitaux propres		20.7
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		4.0x
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SAFA	69.0%	14.3

7.1.6 Annexe A6 : Évaluation de PSG

Description

Le site était initialement prévu pour y installer une plantation nécessaire à la création d'une usine de pâte à papier par le gouvernement du Ghana, qui a décidé par la suite de privatiser la plantation en 2012, ce qui a amené le Groupe SOCFIN à investir au Ghana.

A la suite de l'acquisition de la plantation, le Groupe SOCFIN investit dans son outil de production et procède à la mise en valeur de plantations de palmiers à huile et d'hévéas ainsi que la construction d'une huilerie devenue opérationnelle en 2019.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 23 : Résumé de l'évaluation de PSG

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINAF		100.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		Flux de trésorerie actualisés
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		USD
Taux d'actualisation		25.5%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		1.09
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		51.4
Dette nette / (excédent de trésorerie)		10.7
Valeur théorique des capitaux propres		40.7
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		5.2x
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINAF	100.0%	40.7

7.1.7 Annexe A7 : Évaluation de LAC

Description

Liberian Agricultural Company (« LAC »), 2^{ème} producteur de caoutchouc au Libéria, a été créée par le gouvernement en 1959 avant d'être cédée ultérieurement à Uniroyal, qui, dès 1961 y développe une plantation d'hévéas.

A la suite des guerres civiles des années 1990 et début 2000, et à la demande des bailleurs de fonds (la Banque Mondiale et l'Agence Française de Développement), le Groupe SOCFIN investit dans la réhabilitation de la plantation de LAC. Grâce à ces investissements privés, la plantation modernise son outil de production pour devenir l'un des acteurs économiques majeurs de l'hévéaculture, principale culture d'exportation du Libéria.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 24 : Résumé de l'évaluation de LAC

Résumé de l'évaluation		
% de détention par LAC		100.0%*
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		Flux de trésorerie actualisés
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		USD
Taux d'actualisation		21.1%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		1.09
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		15.1
Dette nette / (excédent de trésorerie)		34.6
Valeur théorique des capitaux propres		(19.5)
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		8.7x
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
LAC	100.0%	-

*La valeur de la plantation est reprise à l'actif de LAC dans l'évaluation des holdings

7.1.8 Annexe A8 : Évaluation de SRC

Description

La plantation de Salala Rubber Corporation (SRC) a été créée en 1959.

A la suite des guerres civiles des années 1990 et début 2000, SRC fusionne en 2007 avec Weala Rubber Company (WRC), avant que le Groupe SOCFIN fasse l'acquisition de SRC et entreprend des investissements afin d'optimiser la plantation et d'améliorer les infrastructures. Depuis 2011, l'usine de SRC a été mise à l'arrêt et l'ensemble de cette production est acheminée vers l'usine de LAC située à environ 150 km au sud-est de Salala et les plantations ont été étendues au profit de l'hévéaculture.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 25 : Résumé de l'évaluation de SRC

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINAF		64.9%
% de détention par LAC		35.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		Flux de trésorerie actualisés
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		USD
Taux d'actualisation		21.6%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		1.09
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		6.0
Dette nette / (excédent de trésorerie)		40.8
Valeur théorique des capitaux propres		(34.8)
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		n.a.*
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINAF	64.9%	-
LAC	35.0%	-

*EBIT 2024 négatif

7.1.9 Annexe A9 : Évaluation de AGRIPALMA

Description

En 2009, l'État santoméen et le Groupe SOCFIN concluent un accord qui scelle la création d'AGRIPALMA, une concession s'étendant sur environ 2.400 hectares, située au sud de l'île et destinée à la plantation industrielle de palmiers à huile pour subvenir aux besoins du marché local.

Agripalma, l'unique plantation à grande échelle de l'île, est un acteur économique majeur de São Tomé-et-Príncipe.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 26 : Résumé de l'évaluation d'AGRIPALMA

Résumé de l'évaluation		
% de détention par STP Invest		88.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)	Flux de trésorerie actualisés	
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		USD
Taux d'actualisation		22.4%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		1.09
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		2.1
Dette nette / (excédent de trésorerie)		17.1
Valeur théorique des capitaux propres		(15.0)
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		n.a.*
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
STP Invest	88.0%	-

*EBIT 2024 négatif

7.1.10 Annexe A10 : Évaluation de SAC

Description

Socfin Agricultural Company (SAC), premier producteur d'huile de palme sur le marché sierra-léonais, est né de la demande, en 2009, du Ministère de l'Agriculture au Groupe SOCFIN pour développer un projet de plantations en Sierra Leone.

La création des pépinières et la plantation de palmeraies est faite de manière graduelle et, en 2015, l'huilerie est installée et agrandie en 2021 pour en faire l'une des plus grosses huileries d'Afrique.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 27 : Résumé de l'évaluation de SAC

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINAF		93.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)	Flux de trésorerie actualisés	
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		USD
Taux d'actualisation		26.0%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		1.09
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		49.3
Dette nette / (excédent de trésorerie)		93.5
Valeur théorique des capitaux propres		(44.2)
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		6.3x
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINAF	93.0%	-

7.1.11 Annexe A11 : Évaluation de BRABANTA

Description

Les origines de BRABANTA remontent jusqu'en 1911. Depuis la fin des années 1980 respectivement le début des années 1990, les activités de la plantation ont été complètement arrêtées avant que le Groupe SOCFIN investisse en République Démocratique du Congo en 2007 et rachète la plantation de BRABANTA.

Grâce à des investissements, des palmeraies de génération plus récentes sont plantées et la plantation modernise son outil de production, notamment avec une usine d'extraction d'huile de palme moderne. L'ensemble de l'huile de la République Démocratique du Congo est destiné exclusivement au marché national, et notamment aux segments industriels comme l'alimentation, la savonnerie et les cosmétiques.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 28 : Résumé de l'évaluation de BRABANTA

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINAF		100.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		Flux de trésorerie actualisés
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		USD
Taux d'actualisation		16.9%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		1.09
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		(19.9)
Dette nette / (excédent de trésorerie)		79.8
Valeur théorique des capitaux propres		(99.7)
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		n.a.*
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINAF	100.0%	(10.0)

*EBIT 2024 négatif

Note : comme spécifié ci-dessus, les récoltes sont significativement impactées par un champignon, et par conséquent des flux de trésorerie négatifs d'environ EUR 3,0m par an sont attendus. Un processus de vente a été enclenché mais jusqu'à présent sans succès. L'ANR est une estimation des apports nécessaires en liquidités pour les trois prochaines années.

7.1.12 Annexe A12 : Évaluation de SOCFINDO

Description

Les origines de SOCFINDO remontent jusqu'en 1909 avec la première palmeraie d'Indonésie née peu après et les premiers plants d'hévéas plantés en 1923.

En 1968, à la suite de la nationalisation des grandes plantations indonésiennes, la joint-venture conclue entre la Plantation Nord Sumatra (PNS) et le gouvernement indonésien donne naissance à SOCFINDO. En 2001, le gouvernement indonésien cède la majorité de ses parts à PNS et à la Date d'Évaluation PNS détient 90% de la société, productrice d'huile de palme et de caoutchouc.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 29 : Résumé de l'évaluation de SOCFINDO

Résumé de l'évaluation		
% de détention par PNS Limited		90.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		Flux de trésorerie actualisés
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		USD
Taux d'actualisation		11.1%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		1.09
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		271.7
Dette nette / (excédent de trésorerie)		(1.2)
Valeur théorique des capitaux propres		272.9
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		6.1x
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
PNS Limited	90.0%	245.6

7.1.13 Annexe A13 : Évaluation de SOCFIN-KCD

Description

Les origines de la plantation SOCFIN-KCD remontent jusqu'au commencement du siècle passé. Cependant, à la fin des années 1970, l'ensemble des plantations cambodgiennes a été nationalisé et ultérieurement, l'implication du Cambodge dans la guerre du Vietnam a eu un impact négatif pour les plantations et l'agriculture cambodgiennes en général.

Au début des années 2000, le Groupe SOCFIN, relance ses activités dans l'hévéa au Cambodge et crée SOCFIN-KCD en 2007 avec l'obtention d'une première concession et d'une deuxième en 2010. Depuis 2018 une usine moderne de caoutchouc a été mise en service.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 30 : Résumé de l'évaluation de SOCFIN-KCD

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFIN-KCD		100.0%*
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		Flux de trésorerie actualisés
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		USD
Taux d'actualisation		16.4%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		1.09
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		16.0
Dette nette / (excédent de trésorerie)		18.5
Valeur théorique des capitaux propres		(2.5)
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		15.6x
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFIN-KCD	100.0%	-

*La valeur de la plantation est reprise à l'actif de SOCFIN-KCD dans l'évaluation des holdings

7.1.14 Annexe A14 : Évaluation de COVIPHAMA

Description

Actif en Asie du Sud-Est au commencement du siècle passé, le Groupe SOCFIN relance ses activités au début des années 2000 au Cambodge, à l'issu de la privatisation de l'ensemble des plantations cambodgiennes et la guerre du Vietnam, ayant eu un impact négatif pour les plantations et l'agriculture cambodgiennes en général.

Au début des années 2000, le Groupe SOCFIN, relance d'abord ses activités dans l'hévéa au Cambodge avec la création en 2007 de SOCFIN KCD avant d'acquérir la concession COVIPHAMA en 2013. Cette dernière n'ayant pas d'usine sur sa plantation, vend ses matières premières à SOCFIN KCD.

Plan d'affaires du Management

Dans l'objectif de nous assurer de la raisonnable du plan d'affaires du Management, nous avons comparé dans la mesure du possible les hypothèses utilisées à des sources indépendantes, des analyses de marché, ainsi que les données financières historiques.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations », l'approche par les revenus a été retenue sur base du plan d'affaires de 25 années fourni par le Management pour estimer la juste valeur de la plantation. Les flux de trésorerie résultant de ce plan d'affaires ont été actualisés à leur valeur présente au taux d'actualisation approprié afin de considérer la date attendue d'occurrence et le niveau de risque de ces flux de trésorerie.

Tableau 31 : Résumé de l'évaluation de COVIPHAMA

Résumé de l'évaluation		
% de détention par PNS LIMITED S.A. (PNS)		100.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		Flux de trésorerie actualisés
Paramètres Clés		
Devises du plan d'affaires		USD
Taux d'actualisation		16.4%
Taux de croissance réel à long terme		0.5%
Taux de change en EUR		1.09
Estimation des valeurs (EURm)		
Valeur d'entreprise		9.5
Dette nette / (excédent de trésorerie)		21.6
Valeur théorique des capitaux propres		(12.1)
Multiple induit		
EV / EBIT 2024		n.a.*
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
PNS	100.0%	-

*EBIT 2024 négatif

7.2 Annexe B : Évaluation des Holdings

7.2.1 Annexe B1 : Évaluation de BEREBY-FINANCES (BEFIN)

Description

BEREBY-FINANCES « BEFIN » S.A. est une société holding de droit ivoirien détenant des actions dans SOGB et SCC dont les évaluations respectives sont présentées ci-dessus en section « 7.1 Annexe A : Évaluation des Plantations ». BEFIN n'a pas d'activité autre que la détention de ses participations.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.1.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés holding », l'approche de l'ANR a été retenue et consiste à agréger la juste valeur des actifs, basée sur l'estimation de la juste valeur individuelle de chaque participation détenue par la société holding.

Tableau 32 : Résumé de l'évaluation de BEFIN

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINAF		87.1%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		ANR
Bilan		
Actif (EURm)	% détenu	ANR
Actif immobilisé		127.1
Immobilisations corporelles		0.2
Immobilisations financières		127.0
SOGB S.A.	73.0%	99.4
SUD COMOE CAOUTCHOUC (SCC)	70.0%	27.5
Actif circulant		16.3
Total actif		143.5
Passif (EURm)		
Provisions		0.1
Passifs non subordonnés		0.3
Total passif		0.4
Total capitaux propres		143.1
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINAF	87.1%	124.5

7.2.2 Annexe B2 : Évaluation de SOCAPALM

Description

SOCAPALM S.A. est à la fois une société holding et une plantation au Cameroun active dans la production d'huile de palme et la culture d'hévéas. Outre ses activités opérationnelles, SOCAPALM détient SPFS et CAMSEEDS dont les évaluations respectives sont présentées ci-dessous en section « 7.3 Annexe C : Évaluation des Sociétés Opérationnelles et autres entités ».

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.1.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés holding », l'approche de l'ANR a été retenue et consiste à agréger la juste valeur des actifs, basée sur l'estimation de la juste valeur individuelle de chaque participation détenue par la société holding. Dans le cas spécifique de SOCAPALM, étant à la fois une société holding et une plantation, l'estimation de la juste valeur des activités opérationnelles de SOCAPALM ainsi que de ses participations est présentée en section « 7.1 Annexe A : Évaluation des Plantations » respectivement « 7.3 Annexe C : Évaluation des Sociétés Opérationnelles et autres entités ».

Tableau 33 : Résumé de l'évaluation de SOCAPALM S.A.

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINAF		67.5%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		ANR
Bilan		
Actif (EURm)	% détenu	ANR
Actif immobilisé		90.8
Immobilisations corporelles		93.2
SOCAPALM	100.0%	93.2
Immobilisations financières		(2.4)
SPFS	100.0%	5.2
CAMSEEDS	100.0%	(7.6)
Actif circulant		-
Total actif		90.8
Passif (EURm)		
Dettes		0.0
Passifs non subordonnés		0.0
Total passif		0.0
Total capitaux propres		90.8
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINAF	67.5%	61.3

7.2.3 Annexe B3 : Évaluation de SAFA

Description

SAFA est une société de droit français détenant une participation dans SAFACAM dont l'évaluation est présentée ci-dessus en section « 7.1 Annexe A : Évaluation des Plantations ». SAFA n'a pas d'activité autre que la détention de ses participations.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.1.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés holding », l'approche de l'ANR a été retenue et consiste à agréger la juste valeur des actifs, basée sur l'estimation de la juste valeur individuelle de chaque participation détenue par la société holding.

Tableau 34 : Résumé de l'évaluation de SAFA

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINAF		100.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		ANR
Bilan		
Actif (EURm)	% détenu	ANR
Actif immobilisé		14.3
Immobilisations financières		14.3
SAFACAM	69.0%	14.3
Actif circulant		2.3
Total actif		16.6
Passif (EURm)		
Dettes		-
Passifs non subordonnés		0.0
Total passif		0.0
Total capitaux propres		16.6
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINAF	100.0%	16.6

7.2.4 Annexe B4 : Évaluation de STP Invest

Description

STP Invest est une société de droit belge détenant une participation dans AGRIPALMA dont l'évaluation est présentée ci-dessus en section « 7.1 Annexe A : Évaluation des Plantations ». STP Invest n'a pas d'activité autre que la détention de ses participations.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.1.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés holding », l'approche de l'ANR a été retenue et consiste à agréger la juste valeur des actifs, basée sur l'estimation de la juste valeur individuelle de chaque participation détenue par la société holding.

Tableau 35 : Résumé de l'évaluation de STP Invest

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINAF		100.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		ANR
Bilan		
Actif (EURm)	% détenu	ANR
Actif immobilisé		-
Immobilisations financières		-
AGRIPALMA	88.0%	-
Actif circulant		0.2
Total actif		0.2
Passif (EURm)		
Dettes		0.0
Passifs non subordonnés		0.0
Total passif		0.0
Total capitaux propres		0.2
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINAF	100.0%	0.2

7.2.5 Annexe B5 : Évaluation de LAC

Description

LIBERIAN AGRICULTURAL COMPANY (LAC) est à la fois une société holding et une plantation au Libéria active dans la production de caoutchouc. Outre ses activités opérationnelles, LAC détient SRC dont les évaluations respectives sont présentées ci-dessus en section « 7.1 Annexe A : Évaluation des Plantations ».

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.1.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés holding », l'approche de l'ANR a été retenue et consiste à agréger la juste valeur des actifs, basée sur l'estimation de la juste valeur individuelle de chaque participation détenue par la société holding. Dans le cas spécifique de LAC, étant à la fois une société holding et une plantation, l'estimation de la juste valeur des activités opérationnelles de LAC ainsi que de sa participation est présentée en section « 7.1 Annexe A : Évaluation des Plantations ».

Tableau 36 : Résumé de l'évaluation de LAC

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINAF		100.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		ANR
Bilan		
Actif (EURm)	% détenu	ANR
Actif immobilisé		-
Immobilisations corporelles		-
LIBERIAN AGRICULTURAL COMPANY (LAC)	100.0%	-
Immobilisations financières		-
SALALA RUBBER CORPORATION (SRC)	35.0%	-
Actif circulant		-
Total actif		-
Passif (EURm)		
Dettes		-
Passifs non subordonnés		-
Total passif		-
Total capitaux propres		-
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINAF	100.0%	-

7.2.6 Annexe B6 : Évaluation de PNS LIMITED

Description

PLANTATION NORD-SUMATRA LTD (PNS) S.A. est une société holding de droit luxembourgeois détenant SOCFINDO et COVIPHAMA dont les évaluations respectives sont présentées ci-dessus en section « 7.1 Annexe A : Évaluation des Plantations ». PNS n'a pas d'activité autre que la détention de ses participations.

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.1.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés holding », l'approche de l'ANR a été retenue et consiste à agréger la juste valeur des actifs, basée sur l'estimation de la juste valeur individuelle de chaque participation détenue par la société holding.

Tableau 37 : Résumé de l'évaluation de PNS Limited

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINASIA		100.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		ANR
Taux de change en EUR		1.09
Bilan		
Actif (USDm)	% détenu	ANR
Actif immobilisé		277.6
Immobilisations financières		267.3
SOCFINDO	90.0%	267.3
COVIPHAMA	100.0%	-
Créances sur des entreprises liées		10.3
COVIPHAMA CO LTD		10.3
Actif circulant		0.8
Total actif		278.5
Passif (USDm)		
Dettes		-
Passifs non subordonnés		0.0
Total passif		0.0
Total capitaux propres		278.4
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINASIA	100.0%	255.9

7.2.7 Annexe B7 : Évaluation de SOCFIN-KCD

Description

SOCFIN KCD est à la fois une société holding et une plantation au Cambodge active dans l'hévéa. Outre ses activités opérationnelles, SOCFIN KCD détient SETHIKULA et VARANASI dont les évaluations respectives sont présentées ci-dessous en section « 7.3 Annexe C : Évaluation des Sociétés Opérationnelles et autres entités ».

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.1.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés holding », l'approche de l'ANR a été retenue et consiste à agréger la juste valeur des actifs, basée sur l'estimation de la juste valeur individuelle de chaque participation détenue par la société holding. Dans le cas spécifique de SOCFIN KCD, étant à la fois une société holding et une plantation, l'estimation de la juste valeur des activités opérationnelles de SOCFIN KCD ainsi que de ses participations est présentée en section « 7.1 Annexe A : Évaluation des Plantations » respectivement « 7.3 Annexe C : Évaluation des Sociétés Opérationnelles et autres entités ».

Tableau 38 : Résumé de l'évaluation de SOCFIN-KCD

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINASIA		100.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		ANR
Taux de change en EUR		1.09
Bilan		
Actif (USDm)	% détenu	ANR
Actif immobilisé		-
Immobilisations corporelles		-
SOCFIN-KCD CO LTD	100.0%	-
Immobilisations financières		-
SETHIKULA CO LTD	100.0%	-
VARANASI CO LTD	100.0%	-
Actif circulant		-
Total actif		-
Passif (USDm)		
Dettes		-
Passifs non subordonnés		-
Total passif		-
Total capitaux propres		-
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINASIA	100.0%	-

7.2.8 Annexe B8 : Évaluation de SOCFINCO FR

Description

SOCFINCO FR est à la fois une société holding et une société opérationnelle en Suisse. Outre ses activités opérationnelles, SOCFINCO FR détient une participation dans Management Associates dont les évaluations respectives sont présentées ci-dessous en section « 7.3 Annexe C : Évaluation des Sociétés Opérationnelles et autres entités ».

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.1.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés holding », l'approche de l'ANR a été retenue et consiste à agréger la juste valeur des actifs, basée sur l'estimation de la juste valeur individuelle de chaque participation détenue par la société holding. Dans le cas spécifique de SOCFINCO FR, étant à la fois une société holding et une société opérationnelle, l'estimation de la juste valeur des activités opérationnelles de SOCFINCO FR ainsi que de sa participation est présentée en section « 7.3 Annexe C : Évaluation des Sociétés Opérationnelles et autres entités ».

Tableau 39 : Résumé de l'évaluation de SOCFINCO FR

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINAF		50.0%
% de détention par SOCFINASIA		50.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		ANR
Bilan		
Actif (EURm)	% détenu	ANR
Actif immobilisé		16.1
Immobilisations corporelles		13.8
SOCFINCO FR	100.0%	13.8
Immobilisations financières		-
MANAGEMENT ASSOCIATES	10.0%	2.3
Actif circulant		-
Total actif		16.1
Passif (EURm)		
Dettes		-
Passifs non subordonnés		-
Total passif		-
Total capitaux propres		16.1
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINAF	50.0%	8.0
SOCFINASIA	50.0%	8.0

7.2.9 Annexe B9 : Évaluation de SOGESCOL FR

Description

SOGESCOL FR est à la fois une société holding et une société opérationnelle en Suisse. Outre ses activités opérationnelles, SOGESCOL FR détient une participation dans Management Associates et SOGESCOL CAM dont les évaluations respectives sont présentées ci-dessous en section « 7.3 Annexe C : Évaluation des Sociétés Opérationnelles et autres entités ».

Estimation de la valeur

Comme décrit en section « 4.1.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés holding », l'approche de l'ANR a été retenue et consiste à agréger la juste valeur des actifs, basée sur l'estimation de la juste valeur individuelle de chaque participation détenue par la société holding. Dans le cas spécifique de SOGESCOL FR, étant à la fois une société holding et une société opérationnelle, l'estimation de la juste valeur des activités opérationnelles de SOGESCOL FR ainsi que de sa participation est présentée en section « 7.3 Annexe C : Évaluation des Sociétés Opérationnelles et autres entités ».

Tableau 40 : Résumé de l'évaluation de SOGESCOL FR

Résumé de l'évaluation		
% de détention par SOCFINAF		50.0%
% de détention par SOCFINASIA		50.0%
Méthode(s) d'évaluation retenue(s)		ANR
Taux de change en EUR		1.09
Bilan		
Actif (USDm)	% détenu	ANR
Actif immobilisé		56.7
Immobilisations corporelles		54.0
SOGESCOL FR	100.0%	54.0
Immobilisations financières		2.7
MANAGEMENT ASSOCIATES S.A.	10.0%	2.6
SOGESCOL CAM S.A.	100.0%	0.2
Actif circulant		-
Total actif		56.7
Passif (USDm)		
Dettes		-
Passifs non subordonnés		-
Total passif		-
Total capitaux propres		56.7
Allocation valeur des capitaux propres		
	% détenu	Valeur (EURm)
SOCFINAF	50.0%	26.0
SOCFINASIA	50.0%	26.0

7.3 Annexe C : Évaluation des Sociétés Opérationnelles et autres entités

7.3.1 Annexe C1 : Entités opérationnelles

Compte tenu de l'absence d'un plan d'affaires pour les entités opérationnelles, nous avons, en fonction du modèle économique et de la nature des activités de chaque entité retenu l'ANR respectivement le modèle de croissance constante (également communément appelé *Gordon Growth Model* ou GGM) basé sur les flux de trésorerie désendettés.

Tableau 41 : Résumé de l'évaluation des Sociétés Opérationnelles et autres entités

Évaluation (en EUR m)	Approche d'évaluation	Coût des capitaux propres	Valeur fonds propres
SOGESCOL FR	GGM	15.4%	49.6
SOCFINCO FR	GGM	15.4%	13.8
SODIMEX FR	ANR	n.a.	7.1
CENTRAGES	ANR	n.a.	8.4
MAN ASSOCIATES	ANR	n.a.	23.5
INDUSERVICES FR	ANR	n.a.	(3.2)
INDUSERVICES	ANR	n.a.	0.1
TERRASIA	ANR	n.a.	1.6
SOCFINDE	ANR	n.a.	9.7
IMMOB. PEPINIERE	ANR	n.a.	6.8
CAMSEEDS	GGM	17.2%	(7.6)
SOGESCOL CAM	GGM	17.2%	0.1
SOCFINCO	n.a.	n.a.	2.7
Total			112.6

- SOGESCOL FR : juste valeur estimée sur base du modèle de croissance constante (croissance réelle de 0,5%, en ligne avec l'évaluation des plantations) ;
- SOCFINCO FR : juste valeur estimée sur base du modèle de croissance constante (croissance réelle de 0,5%, en ligne avec l'évaluation des plantations) ;
- CENTRAGES : juste valeur estimée sur base de l'ANR reflétant la valeur de marché de l'immeuble à Bruxelles estimée par un expert tiers, spécialisé en évaluation d'actifs immobiliers. A titre d'information, la valeur résultante d'un modèle de croissance perpétuel des flux de trésorerie désendettés résulterait en une valeur inférieure, corroborant ainsi la confirmation du Management que l'entité n'a pas vocation à devenir un centre de profits ;
- MANAGEMENT ASSOCIATES : juste valeur estimée sur base de l'ANR compte tenu de la nature spécifique de cette entité, propriétaire d'un avion (permettant notamment l'accès aux plantations particulièrement difficiles d'accès) dont la valeur comptable représente une bonne estimation de la valeur de marché selon le Management ;
- INDUSERVICES FR : juste valeur estimée sur base de l'ANR compte tenu de la nature spécifique des activités de cette entité de support administratif avec une refacturation des coûts. Afin de corroborer ce résultat, nous avons néanmoins mis en œuvre un modèle de croissance perpétuel des flux de trésorerie désendettés résultant en une valeur inférieure, confirmant le Management que cette entité n'a pas vocation à être un centre de profits ;
- INDUSERVICES : juste valeur estimée sur base de l'ANR reflétant le modèle opératoire similaire à celui d'INDUSERVICES FR ;
- TERRASIA : juste valeur estimée sur base de l'ANR tenant compte de la valeur de marché de l'actif immobilier (bureaux au Luxembourg) ;

- SOCFINDE : juste valeur estimée sur base de l'ANR compte tenu de la nature spécifique des activités opérationnelles de l'entité avec une forte variabilité des flux de trésorerie combiné avec un niveau d'EBITDA non-significatif, en ligne avec les explications du Management que SOCFINDE n'a pas vocation à devenir un centre de profits ;
- IMMOBILIERE DE LA PEPINIERE : juste valeur estimée sur base de l'ANR reflétant la valeur de marché de l'immeuble à Bruxelles, estimée par un expert tiers, spécialisé en évaluation d'actifs immobiliers (en ligne avec la méthodologie d'évaluation retenue pour CENTRAGES et TERRASIA) ;
- CAMSEEDS : juste valeur estimée sur base du modèle de croissance constante résultant en une valeur des fonds propres négative. De par la nature spécifique des activités opérationnelles de l'entité (centre de recherche et de développement dans le segment de graines de qualité en Afrique, notamment pour développer des graines plus résistantes face à des parasites et des maladies), le Management nous a confirmé que la société est un centre de coûts. Bien que la production de graines de qualité puisse donner lieu à une activité commerciale profitable, la rentabilité et donc la valeur de cette activité se matérialise principalement par le biais des activités opérationnelles au niveau des plantations qui assurent la commercialisation à des acheteurs tiers. Sur cette base et afin de tenir compte du besoin de financement de ce centre de recherche et de développement au sein du Groupe SOCFIN, une valeur négative a été retenue, en ligne avec l'approche retenue pour BRABANTA ;
- SOGESCOL CAM : juste valeur estimée sur base du modèle de croissance constante, en ligne avec l'évaluation de SOGESCOL FR dont les activités opérationnelles sont similaires ; et,
- SOCFINCO : juste valeur estimée sur base de l'ANR tenant compte que cette entité est en cours de liquidation.

7.3.2 Annexe C2 : Autres entités

Compte tenu de l'absence d'un plan d'affaires pour les autres entités, nous avons, en fonction du modèle économique et de la nature des activités de chaque entité retenu l'ANR respectivement le modèle de croissance constante (également communément appelé Gordon Growth Model ou GGM) basé sur les flux de trésorerie désendettés.

Tableau 42 : Résumé de l'évaluation des autres entités

Évaluation (en EUR m)	Approche d'évaluation	Coût des capitaux propres	Valeur fonds propres
SPFS	ANR	n.a.	5.2
SETHIKULA	n.a.	n.a.	n.a.
VARANASI	n.a.	n.a.	n.a.
Total			5.2

- SPFS : juste valeur estimée sur base de l'ANR compte tenu de la nature atypique des activités de la société (raffinerie d'huile) par rapport aux activités des autres entités du Groupe SOCFIN et du fait que le Management a confirmé que l'année 2022 fut particulièrement profitable (prix de vente non-limité contrairement à l'huile brut au Cameroun) mais qu'en raison de la taille de l'activité et le besoin matériel de CAPEX, il a été décidé de démanteler cette activité et par conséquent, le flux de trésorerie historiques, y compris 2022 ne représentent pas un niveau maintenable pour estimer la juste valeur de cette entité ;

-
- VARANASI : compte tenu de la taille de cette entité (pas de revenus opérationnels récurrents, capitaux propres proches de zéro mais négatifs), la valeur de cette entité a été considéré comme non-significative ; et,
 - SETHIKULA : compte tenu la taille de cette entité (pas de revenus opérationnels récurrents, capitaux propres proches de zéro mais négatifs), et en ligne avec l'approche retenue pour VARANASI, la valeur de cette entité a été considéré comme non-significative.

7.4 Annexe D : Estimation du taux d'actualisation

7.4.1 Annexe D1 : Coût des capitaux propres des plantations

Notre estimation du taux d'actualisation est basée sur la méthodologie décrite dans la section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations » du Rapport d'Évaluation.

Le coût des capitaux propres se décompose de la manière suivante :

- Taux sans risque réel (R_f) :
 - 1,9% pour les plans d'affaires libellés en USD (taux spot réel² à la Date d'Évaluation du rendement d'obligations émises par l'Etat américain d'une maturité de 20 ans)
 - 0,7% pour les plans d'affaires libellés en EUR, XAF³ et XOF³ (taux spot réel² à la Date d'Évaluation du rendement d'obligations émises par l'Etat allemand d'une maturité de 20 ans)
- Beta (β) réajusté sur base du ratio d'endettement du Groupe SOCFIN : entre 0,8 et 0,9 pour les plans d'affaires libellés en USD, et EUR, XAF et XOF

Le beta a été estimé sur base d'entreprises comparables cotées en bourse régressés contre le MSCI AC World Index. Nous avons analysé un échantillon composé de 20 sociétés comparables cotées en bourse dont le modèle économique est, en substance comparable à celui des plantations du Groupe SOCFIN. Pour estimer, le beta, seules 6 sociétés comparables ont été retenues en raison de leur niveau de comparabilité et de la représentativité des données régressées. L'échantillon de sociétés comparables cotées retenues est composé des suivantes :

Tableau 43 : Entreprises comparables cotées en bourse

Comparables retenus	Description
Anglo-Eastern Plantations Plc	Anglo-Eastern Plantations Plc, à travers ses filiales, possède, exploite et développe des plantations agricoles en Indonésie et en Malaisie.
Boustead Plantations Berhad	Boustead Plantations Berhad, une holding d'investissement, possède, exploite et gère des plantations de palmiers à huile en Malaisie.
First Resources Limited	First Resources Limited, une holding d'investissement, exploite des plantations d'huile de palme en Indonésie.
M.P. Evans Group PLC	M.P. Evans Group plc, à travers ses filiales, possède, gère et développe des plantations de palmiers à huile en Indonésie.
PT Astra Agro Lestari Tbk	PT Astra Agro Lestari Tbk opère dans le secteur de l'huile de palme en Indonésie.
Batu Kawan Berhad	Batu Kawan Berhad, une holding d'investissement, s'engage dans la production et la transformation de produits de palme et de caoutchouc naturel.

Source : S&P Capital IQ

- Prime de risque marché (R_m) : 5,5% pour les taux d'actualisation libellés en USD ainsi que pour les taux d'actualisation libellés en EUR, XAF et XOF ;

² Comme spécifié ci-dessus, par cohérence aux plans d'affaires fournis par le Management ne reflétant pas l'inflation, des taux d'actualisation, et donc des taux sans risque hors effets inflationnistes ont été estimés (c'est-à-dire des taux sans risques réels).

³ Comme spécifié ci-dessus, un taux sans risque similaire aux plans d'affaires libellés en EUR a été utilisé pour les plans d'affaires en XAF et XOF dans la mesure où ces devises ont une parité fixe avec l'EUR

- Prime de risque pays (R_p) : spécifique au pays de chaque plantation sur base d'études académiques et sur le consensus marché.

À titre illustratif, la prime de risque pays de l'Indonésie est de 2,8% ;

- Facteur Alpha (R_α) : spécifique à chaque plantation reflétant des spécificités propres à chaque entité en sus des facteurs précédemment évoqués et qui seraient pris en compte en cas de cessions d'actifs.

À titre illustratif, le facteur Alpha est de 1,5% pour PSG.

Compte tenu de la structure de financement du Groupe SOCFIN, y compris les plantations (à un niveau consolidé, une dette nette nulle, voire négative comme spécifié dans la section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations »), le taux d'actualisation repose sur le coût des capitaux propres.

7.4.2 Annexe D2 : Coût des capitaux propres des entités opérationnelles et autres sociétés

Coût des capitaux propres des entités opérationnelles basées en Suisse

Nous avons basé notre analyse du taux d'actualisation sur la méthodologie décrite dans la section « 4.3.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les sociétés opérationnelles et autres sociétés ».

Les composants du coût des capitaux propres sont similaires à ceux décrits ci-dessus dans la section « 7.4.1 Annexe D1 : Coût des capitaux propres des plantations » avec les spécificités suivantes :

- Prime de risque pays (R_p) : pour les estimations de la juste valeur selon le modèle de croissance constante des sociétés basées en Suisse (SOGESCOL FR et SOCFINCO FR). Néanmoins, compte tenu du fait que ces entités opérationnelles fournissent principalement des services aux plantations du Groupe SOCFIN en Afrique et en Asie (à partir de la Suisse) et que le risque de leurs activités est donc inhérent aux risques des plantations, nous avons tenu compte des risques liés aux juridictions des plantations dans le facteur Alpha (R_α) comme spécifié dans le point suivant ;
- Facteur Alpha (R_α) : basé sur les facteurs Alpha de chacune des plantations ainsi que des primes de risque pays de chacune des juridictions des plantations sur une base pondérée du chiffre d'affaires de chacune des plantations.

En ligne avec l'estimation du taux d'actualisation pour les plantations, et compte tenu de la structure de financement du Groupe SOCFIN, y compris les plantations (à un niveau consolidé, une dette nette nulle, voire négative comme spécifié dans la section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations »), le taux d'actualisation repose sur le coût des capitaux propres.

Coût des capitaux propres des entités opérationnelles basées au Cameroun

Le coût des capitaux propres des entités opérationnelles basées au Cameroun (CAMSEEDS et SOGESCOL CAM) de 17,2% correspond à la moyenne pondérée du coût des capitaux propres des plantations africaines (pondération selon le chiffre d'affaires de ces plantations), compte tenu du fait que ces entités opérationnelles basées au Cameroun fournissent principalement des services aux plantations du Groupe SOCFIN en Afrique et que le risque de leurs activités est donc inhérent aux risques de ces plantations.

En ligne avec l'estimation du taux d'actualisation pour les plantations et les entités opérationnelles basées en Suisse, et compte tenu de la structure de financement du Groupe SOCFIN, y compris les plantations (à un niveau consolidé, une dette nette nulle, voire négative comme spécifié dans la section « 4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues pour les plantations »), le taux d'actualisation repose sur le coût des capitaux propres.

7.5 Annexe E : Déclarations

7.5.1 Annexe E1 : Qualifications

Les personnes responsables de la préparation de ce Rapport d'Évaluation au nom de BHB & Partners sont Antoine Boggini et Philippe Heisbourg. Ils sont associés chez BHB & Partners, en charge du département évaluation et services de transaction. Antoine Boggini et Philippe Heisbourg ont respectivement 18 et 13 années d'expérience en finance d'entreprise et évaluation d'actifs.

7.5.2 Annexe E2 : Non-responsabilité

Ce Rapport d'Évaluation établi par un expert indépendant ne pourra être utilisé ou invoqué à d'autres fins que la détermination d'un Juste Prix pour les Actions Minoritaires dans le cadre du Retrait Obligatoire. BHB & Partners décline expressément toute responsabilité envers les actionnaires de SOCFIN ou de ses filiales qui s'appuient ou prétendent s'appuyer sur le Rapport d'Évaluation à toute autre fin, ainsi qu'envers toute autre partie qui s'appuie ou prétend s'appuyer sur le Rapport d'Évaluation à quelque fin que ce soit.

7.5.3 Annexe E3 : Indépendance

Pour évaluer notre indépendance, il convient de noter que, au cours de cette mission, BHB & Partners a fourni des projets de ce Rapport d'Évaluation au Management pour que ces derniers puissent formuler leurs commentaires sur l'exactitude des données respectivement la justesse factuelle, par opposition aux opinions qui restent de la seule responsabilité de BHB & Partners. Les modifications apportées au Rapport d'Évaluation à la suite de ces revues n'ont pas modifié les opinions de BHB & Partners telles que formulées dans le Rapport d'Évaluation.

7.5.4 Annexe E4 : Consentement

BHB & Partners consent à ce que le présent Rapport d'Évaluation soit inclus, sous la forme et dans le contexte dans lequel il est rédigé, dans les communications destinées aux actionnaires de SOCFIN. Ni l'intégralité, ni une partie du présent Rapport d'Évaluation, ni une référence à ce dernier ne peut être incluse dans un autre document sans le consentement écrit préalable de BHB & Partners quant à la forme et au contexte dans lequel elle apparaît.

7.6 Annexe F : Travaux effectués, sources d'informations, et personnes ayant fourni des informations

7.6.1 Annexe F1 : Travaux effectués

Les travaux réalisés au cours de notre mission ont consisté à :

- Acquérir une bonne connaissance de la situation et des perspectives du Groupe SOCFIN, ainsi que du contexte spécifique du Retrait Obligatoire :
 - Prise de connaissance des rapports annuels et, dans la mesure disponible, des procès-verbaux des réunions du conseil d'administration et de l'assemblée générale sur les deux dernières années de SOCFIN et de ses filiales ;
 - Étude des comptes sociaux et consolidés de SOCFIN et de ses filiales ;
- Mettre en œuvre une méthodologie d'évaluation multicritère :
 - Sélection des méthodologie d'évaluation ;
 - Analyse du cours de bourse de SOCFIN, SOCFINAF, SOCFINASIA, OKOMU, SAFACAM, SOCAPALM et SOGB ;
 - Étude des comparables des plantations et des sociétés opérationnelles, dans la mesure applicable ;
 - Revue des plans d'affaires des plantations du Groupe SOCFIN ;
 - Mise en œuvre d'un modèle d'évaluation
 - élaboration des modèles d'évaluation (DCF) pour les plantations du Groupe SOCFIN ;
 - élaboration des modèles d'évaluation des sociétés opérationnelles et des autres sociétés (ANR et GGM) ;
 - Mise en œuvre de l'approche de la somme des parties (SOTP) pour les sociétés holding, y compris SOCFIN ;
- Rédiger le présent Rapport d'Évaluation avec ses annexes exposant notre avis sur le Juste Prix dans le cadre du Retrait Obligatoire ;
- Nos travaux ont comporté les diligences prévues par la Loi stipulant 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,
- Une revue qualité a été conduite par un autre associé de BHB & Partners n'ayant pas participé à la mission.

7.6.2 Annexe F2 : Diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du Rapport d'Évaluation

La revue de la qualité du Rapport d'Évaluation a été réalisée par Alvaro BAUDET, associé de BHB & Partners, en charge du département Stratégie Opérationnelle et donc sans connaissances approfondies en matière d'évaluation permettant d'effectuer une revue du Rapport d'Évaluation de la perspective d'un lecteur externe.

Déclaration d'Alvaro BAUDET :

Je déclare être indépendant au sens de la Loi. J'atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connus de moi, avec les personnes concernées par le Retrait Obligatoire et leurs conseils, susceptibles d'affecter mon indépendance et l'objectivité de mon jugement dans l'exercice de ma revue de qualité du Rapport d'Évaluation.

Je déclare avoir effectué mes travaux en toute indépendance d'esprit et sans subir aucune pression de l'Actionnaire Majoritaire, ni des Actionnaires Minoritaires, ni de de la direction de SOCFIN, ni de l'équipe en charge du Rapport d'Évaluation.

J'ai été désigné dès l'acceptation par BHB & Partners du mandat d'expert indépendant dans le cadre du retrait Obligatoire. J'ai apprécié la cohérence et la pertinence de la méthodologie mise en œuvre par l'équipe en charge du Rapport d'Évaluation. Je me suis par ailleurs assuré que les travaux ont été réalisés conformément aux dispositions de la Loi.

À cet effet, mes principales diligences ont consisté en une revue approfondie du Rapport d'Évaluation et en des entretiens avec l'équipe en charge du Rapport d'Évaluation. J'ai eu accès au modèle d'évaluation de l'équipe en charge du Rapport d'Évaluation et d'une manière générale à l'ensemble de la documentation demandée. Je n'ai participé d'aucune autre manière aux travaux d'évaluation respectivement à l'élaboration du Rapport d'Évaluation dans le cadre du Retrait Obligatoire.



Alvaro BAUDET
Associé

BHB & Partners S.A.

7.6.3 Annexe F3 : Sources des informations utilisées

Nos travaux d'analyses dans le Rapport d'Évaluation sont notamment basés sur les informations mises à notre disposition à la date du Rapport d'Évaluation. Les documents reçus de la part du Management sont repris dans le tableau ci-dessous :

Tableau 44 : SOCFIN - Sources des informations utilisées

1.	SOCFIN
1.1.	Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (audités)
1.2.	Projections flux de trésorerie des participations 2022-2027
1.3.	Liste des certificats de SOCFIN et de ses participations
1.4.	Rapport développement durable 2021 (version française et version anglaise)
1.5.	Rapport annuel agricole (2021)
1.6.	Détails sur dividendes versés par les filiales en 2023
1.7.	Suivi Endettement Net 2023 - Semaine 24
1.8.	Répartition des employés (décembre 2021)
1.9.	Suivi financier (août 2022)
1.10.	Notifications des transactions effectuées
1.11.	Divers données de marché caoutchouc et huile de palme
1.11.1.	Classement plus gros clients en tonnes (2021)
1.11.2.	Production huile de palme par pays
1.11.3.	Evolution des prix de l'huile de palme brute entre 2015 et 2023 des plantations du Groupe SOCFIN
1.11.4.	Répartition des clients en tonnes Caoutchouc (2021)
1.11.5.	Prévisions de l'IRSG (Offre/Demande mondiale de caoutchouc naturel de 2019 à 2030)
1.11.6.	Présentation par Dr James Fry à la <i>Bursa Malaysia</i> (mars 2023)
1.11.7.	Evolution des prix de marché internationaux caoutchouc et palme 2023 (mars 2023)
1.11.8.	Présentation par Thomas Mield à la <i>Price Outlook Conference of Palm and Lauric Oils</i> (2023)

Tableau 45 : SOCFINAF - Sources des informations utilisées

2. SOCFINAF et ses plantations	
2.1.	SOCFINAF - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (audités)
2.2.	SOCFINAF - Chiffres de production caoutchouc (2021)
2.3.	SOCFINAF - Chiffres de production huile de palme et palmiste (2021)
2.4.	SOCFINAF - Aperçu portefeuille au 31/12/2022
2.5.	SOCFINAF - Extrait bilan 31/12/2022
2.6.	PSG - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (audités)
2.7.	PSG - Plan d'affaires - projections à 25 ans
2.8.	SAC - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (audités)
2.9.	SAC - Plan d'affaires - projections à 25 ans
2.10.	OKOMU - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (non-audités)
2.11.	OKOMU - Plan d'affaires - projections à 25 ans
2.12.	SOCAPALM - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (non-audités)
2.13.	SOCAPALM - Plan d'affaires - projections à 25 ans
2.14.	SOCAPALM - Rapport d'atelier - représentations graphiques (juillet 2022)
2.15.	SOCAPALM - Rapport d'atelier détaillé - Afrique (juillet 2022)
2.16.	BRABANTA - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (non-audités)
2.17.	BRABANTA - Plan d'affaires - projections à 25 ans
2.18.	LAC - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (non-audités)
2.19.	LAC - Plan d'affaires - projections à 25 ans
2.20.	AGRIPALMA - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (audités)
2.21.	AGRIPALMA - Plan d'affaires - projections à 25 ans
2.22.	SAFACAM - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (audités)
2.23.	SAFACAM - Plan d'affaires - projections à 25 ans
2.24.	SCC - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (audités)
2.25.	SCC - Plan d'affaires - projections à 25 ans
2.26.	SOGB - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (audités)
2.27.	SOGB - Plan d'affaires - projections à 25 ans
2.28.	SPFS - Liasses consolidées 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 (non-audités)
2.29.	SPFS - Rapport annuel 2022 (non-audité)
2.30.	SRC - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (audités)
2.31.	SRC - Plan d'affaires - projections à 25 ans

Tableau 46 : SOCFINASIA - Sources des informations utilisées

3. SOCFINASIA et ses plantations	
3.1.	SOCFINASIA - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (audités)
3.2.	SOCFINASIA - Aperçu du portefeuille au 31/12/2022
3.3.	SOCFINASIA - Extrait bilan 31/12/2022
3.4.	SOCFIN-KCD - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 (audités)
3.5.	SOCFIN-KCD - Rapport annuel 2022 (non-audité)
3.6.	SOCFIN-KCD - Plan d'affaires - projections à 25 ans
3.7.	SETHIKULA - Liasses consolidées 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 (non-audités)
3.8.	SETHIKULA - Rapport annuel 2022 (non-audité)
3.9.	VARANASI - Liasses consolidées 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 (non-audités)
3.10.	VARANASI - Rapport annuel 2022 (non-audité)
3.11.	SOCFINDO - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (audités)
3.12.	SOCFINDO - Plan d'affaires - projections à 25 ans
3.13.	COVIPHAMA - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 (non-audités)
3.14.	COVIPHAMA - Rapport annuel 2022 (non-audité)
3.15.	COVIPHAMA - Plan d'affaires - projections à 25 ans

Tableau 47 : Sociétés opérationnelles, autres entités et sociétés holding du Groupe SOCFIN - Sources des informations utilisées

4. Sociétés opérationnelles, autres entités et sociétés holding du Groupe SOCFIN	
4.1.	STP INVEST - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (non-audités)
4.2.	SAFA - Rapports annuels 2018, 2020, 2022 (non-audités)
4.3.	BEREBY-FINANCES - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (non-audités)
4.4.	CAMSEEDS - Liasses consolidées 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 (non-auditées)
4.5.	CAMSEEDS - Rapport annuel 2022 (non-audité)
4.6.	SOCFINCO FR - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (non-audités)
4.7.	SOGESCOL FR - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (non-audités)
4.8.	MANAGEMENT ASSOCIATES - Rapports annuels 2018, 2020, 2022 (non-audités)
4.9.	SOGESCOL CAM - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (non-audités)
4.10.	TERRASIA - Rapports annuels 2018, 2020, 2022 (non-audités)
4.11.	TERRASIA - Evaluation des bureaux Avenue Guillaume à Luxembourg
4.12.	INDUSERVICES - Rapports annuels 2018, 2020, 2022 (non-audités)
4.13.	SOCFINDE - Rapports annuels 2018, 2020, 2022 (non-audités)
4.14.	INDUSERVICES FR - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (audités)
4.15.	SODIMEX FR - Rapports annuels 2017, 2018, 2020, 2021, 2022 (audités)
4.16.	IMMOBILIERE DE LA PEPINIERE - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2022 (non-audités)
4.17.	IMMOBILIERE DE LA PEPINIERE - Plan d'affaires - projections à 10 ans
4.18.	CENTRAGES - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2022 (non-audités)
4.19.	CENTRAGES - Evaluation des bureaux Place du Champ de Mars à Bruxelles
4.20.	SOCFINCO - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2022 (non-audités)
4.21.	SODIMEX - Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2022 (non-audités)
4.22.	PNS LTD - Rapports annuels 2018, 2020, 2022 (non-audités)

Dans la mesure appropriée et/ou indiquée dans le cadre de la détermination du Juste Prix le cas échéant, nous avons pris en compte tout événement de nature significative porté à notre connaissance et survenu entre la Date des Comptes et la Date d'Évaluation.

7.6.4 Annexe F4 : Principaux interlocuteurs et personnes ayant fourni des informations

Liste des interlocuteurs et des personnes ayant fourni les informations utilisées dans le présent Rapport d'Évaluation sont les suivantes :

- Monsieur Daniel Haas - Administrateur et Directeur Comptable de SOCFIN
- Monsieur Philippe Fabri - Administrateur de SOCFIN
- Monsieur Baptiste Bonneau - Responsable Contrôle Financier du Groupe SOCFIN
- Madame Agathe Biguenet - Contrôleur Financier du Groupe SOCFIN
- Monsieur Olivier Onraet - Trader chez SOGESCOL FR

7.7 Annexe G : Glossaire

Tableau 48 : Glossaire

Terme	Définition
Actionnaire Majoritaire	Administration and Finance Corporation S.A. (AFICO) en tant qu'actionnaire majoritaire au sens de l'article 3(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
Actions Minoritaires	4,87% (soit 689.337) restants des actions en circulation de SOCFIN
Actions Minoritaires	Actionnaires minoritaires détenant collectivement 4,87% (soit 689.337) restants des actions en circulation de SOCFIN
AFICO	Administration and Finance Corporation S.A.
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
ANR	Actif net réévalué
BHB & Partners ou nous	BHB & Partners S.A.
BRVM	Bourse Régionale des Valeurs Mobilières
BVMAC	Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale
CAPEX	Dépenses d'investissement (« <i>Capital Expenditures</i> » selon la terminologie anglo-saxonne)
CF	Flux de trésorerie (« <i>Cash Flow</i> » selon la terminologie anglo-saxonne)
CMPC	Coût moyen pondéré du capital (« <i>Weighted Average Cost of Capital</i> » ou « <i>WACC</i> » selon la terminologie anglo-saxonne)
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
Date des Comptes	Derniers comptes financiers, en date du 31 décembre 2022, disponibles avant la Date d'Évaluation
Date d'Évaluation	23 juin 2023
DCF	Flux de trésorerie actualisés (« <i>Discounted Cash Flow</i> » selon la terminologie anglo-saxonne)
Décote de Holding	Réduction de valeur reflétée par les marchés financiers due notamment à la structure organisationnelle des activités et ses impacts sur la valeur des titres de la société holding
EBITDA	Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissements ou BAIIA (« <i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i> » selon la terminologie anglo-saxonne)
ESG	Environnementaux, responsabilité sociale et gouvernance (« <i>Environmental, Social and Governance</i> » selon la terminologie anglo-saxonne)
EUR ou €	Euro
FCF	Flux de trésorerie disponibles (« <i>Free Cash Flow</i> » selon la terminologie anglo-saxonne)
FCFE	Flux de trésorerie disponible en capitaux propres (« <i>Free Cash Flow to Equity</i> » selon la terminologie anglo-saxonne)
GGM	<i>Gordon Growth Model</i> ou modèle de croissance constante
Groupe SOCFIN	Société Financière des Caoutchoucs S.A. (SOCFIN) ensemble avec toutes ses filiales
IPEV	International Private Equity and Venture Capital
IVSC	International Valuation Standards Council
Juste Prix	Le juste prix, au sens de la Loi, applicable aux 689.337 actions de SOCFIN objet du Retrait Obligatoire
k	Milliers
Lettre d'Affirmation	La lettre d'affirmation signée par le Management indiquant que les informations utilisées comme base pour l'évaluation représentent la meilleure connaissance du Management de SOCFIN sur la situation financière actuelle et future de la société. La lettre d'affirmation confirme également que le Management n'a pas connaissance, à la date du Rapport d'Évaluation, d'une quelconque information concernant la situation financière actuelle et future de SOCFIN susceptible d'avoir un impact significatif sur les résultats de la présente évaluation.
Loi	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
m	Millions
Management	L'Actionnaire Majoritaire et la direction de SOCFIN
MEDAF	Modèle d'évaluation d'actifs financiers (« <i>Capital Asset Pricing Model</i> » ou « <i>CAPM</i> » selon la terminologie anglo-saxonne)
Personnes agissant de Concert et les Parties Liées	AFICO, Monsieur Hubert Fabri, Bolloré Participations SE, Compagnie de l'Odet, Bolloré SE, Compagnie du Cambodge, Technifin SA, Plantations des Terres Rouges S.A., Compagnie des Glénans, ainsi que leurs filiales respectives, leurs actionnaires ou entités affiliées respectifs, y compris SOCFIN, SOCFINAF et SOCFINASIA
Rapport d'Évaluation	Le présent rapport d'évaluation prévu par la Loi dans le cadre du Retrait Obligatoire
Retrait Obligatoire	Retrait obligatoire selon les modalités prévues par la Loi
S&P Capital IQ	Base de données financière de S&P Global Market Intelligence
SOCFIN	Société Financière des Caoutchoucs S.A.
SOTP	Somme des parties (« <i>sum-of-the parts</i> » selon la terminologie anglo-saxonne)
USD ou \$	Dollar américain
VE	Valeur totale d'entreprise (« <i>Enterprise Value</i> » ou « <i>EV</i> » selon la terminologie anglo-saxonne)
VT	Valeur terminale (« <i>Terminal Value</i> » ou « <i>TV</i> » selon la terminologie anglo-saxonne)
XAF	Le franc CFA (Coopération Financière en Afrique Centrale), devise officielle des pays membres de l'Union Monétaire de l'Afrique Centrale (UMAC)
XOF	Le franc CFA (Communauté Financière Africaine), devise officielle des États membres de l'Union Monétaire Ouest Africaine (UMOA)

7.8 Annexe H : Liste des Figures et Tableaux

Figure 1 : Organigramme à la Date d'Évaluation.....	13
Figure 2 : Évolution du cours de bourse de l'action SOCFIN sur 2 ans.....	17
Figure 3 : Décotes de holding observées (exprimées en % de l'ANR).....	40
Figure 4 : Évolution du cours de bourse de l'action SOCFIN sur 2 ans.....	41
Tableau 1 : Structure de l'actionnariat.....	16
Tableau 2 : Analyse des volumes se terminant le 29 mai 2023 des titres cotés SOCFIN.....	17
Tableau 3 : Analyse de rotation des titres cotés SOCFIN.....	18
Tableau 4 : Présentation des participations, pourcentage de détention, et méthodes d'évaluation.....	20
Tableau 5 : Méthodes d'évaluation pour les sociétés holding.....	21
Tableau 6 : Méthodes d'évaluation pour les plantations.....	23
Tableau 7 : Méthodes d'évaluation pour les sociétés opérationnelles et les autres entités.....	28
Tableau 8 : SOCFINAF - Parts dans des entreprises liées.....	33
Tableau 9 : SOCFINAF – Créances immobilisées sur des entreprises liées.....	34
Tableau 10 : SOCFINAF – Résumé de l'évaluation.....	35
Tableau 11 : SOCFINASIA - Part dans des entreprises liées.....	36
Tableau 12 : SOCFINASIA - Créances sur des entreprises liées.....	36
Tableau 13 : SOCFINASIA - Résumé de l'évaluation.....	37
Tableau 14 : SOCFIN - Part dans des entreprises liées et créances sur des entreprises liées.....	38
Tableau 15 : SOCFIN - Résumé de l'évaluation.....	39
Tableau 16 : Analyse des volumes se terminant le 23 juin 2023 des titres cotés SOCFIN.....	42
Tableau 17 : Estimation des primes induites par l'ANR post-décote de holding par rapport aux cours de bourse des actions SOCFIN.....	42
Tableau 18 : Résumé de l'évaluation d'OKOMU.....	47
Tableau 19 : Résumé de l'évaluation de SOGB.....	49
Tableau 20 : Résumé de l'évaluation de SCC.....	50
Tableau 21 : Résumé de l'évaluation de SOCAPALM.....	52
Tableau 22 : Résumé de l'évaluation de SAFACAM.....	54
Tableau 23 : Résumé de l'évaluation de PSG.....	55
Tableau 24 : Résumé de l'évaluation de LAC.....	56
Tableau 25 : Résumé de l'évaluation de SRC.....	57
Tableau 26 : Résumé de l'évaluation d'AGRIPALMA.....	58
Tableau 27 : Résumé de l'évaluation de SAC.....	59
Tableau 28 : Résumé de l'évaluation de BRABANTA.....	60
Tableau 29 : Résumé de l'évaluation de SOCFINDO.....	61
Tableau 30 : Résumé de l'évaluation de SOCFIN-KCD.....	62
Tableau 31 : Résumé de l'évaluation de COVIPHAMA.....	63
Tableau 32 : Résumé de l'évaluation de BEFIN.....	64
Tableau 33 : Résumé de l'évaluation de SOCAPALM S.A.....	65
Tableau 34 : Résumé de l'évaluation de SAFA.....	66
Tableau 35 : Résumé de l'évaluation de STP Invest.....	67
Tableau 36 : Résumé de l'évaluation de LAC.....	68
Tableau 37 : Résumé de l'évaluation de PNS Limited.....	69
Tableau 38 : Résumé de l'évaluation de SOCFIN-KCD.....	70

Tableau 39 : Résumé de l'évaluation de SOCFINCO FR.....	71
Tableau 40 : Résumé de l'évaluation de SOGESCOL FR.....	72
Tableau 41 : Résumé de l'évaluation des Sociétés Opérationnelles et autres entités	73
Tableau 42 : Résumé de l'évaluation des autres entités.....	74
Tableau 43 : Entreprises comparables cotées en bourse.....	76
Tableau 44 : SOCFIN - Sources des informations utilisées	82
Tableau 45 : SOCFINAF - Sources des informations utilisées	83
Tableau 46 : SOCFINASIA - Sources des informations utilisées.....	83
Tableau 47 : Sociétés opérationnelles, autres entités et sociétés holding du Groupe SOCFIN - Sources des informations utilisées	84
Tableau 48 : Glossaire	86