Ledouble

RUBIS SCA

46 rue Boissière
75116 PARIS

VALEUR DES DROITS DES COMMANDITÉS

TRANSFORMATION DE LA SOCIÉTÉ

30 OCTOBRE 2026

Ledouble SAS – 64, rue La Boétie – 75008 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr
Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION GÉNÉRALE 8
1.1. Contexte 8
1.2. Nature de la mission confiée à Ledouble 10
1.3. Indépendance de l'expert 11
1.4. Démarche suivie par Ledouble pour apprécier le Rapport d'échange 11
1.5. Diligences mises en œuvre pour la réalisation du Volet 2 de la Mission 12
1.6. Affirmations obtenues et limites de la Mission 13
1.7. Plan du Rapport n°2 13
1.8. Conventions de présentation 13
2. PRÉSENTATION SECTORIELLE ET DU GROUPE 14
2.1. Principales caractéristiques du secteur des solutions énergétiques 14
2.2. Principales caractéristiques du secteur de la production d'électricité renouvelable 21
2.3. Positionnement de Rubis 24
2.4. Analyse historique de la performance du Groupe 25
3. ÉVALUATION MULTICRITÈRE 32
3.1. Méthodologie 32
3.2. Données structurant l'Évaluation Multicritère de l'Action 33
3.3. Méthodes d'évaluation écartées 35
3.4. Méthodes d'évaluation retenues 35
3.5. Références boursières 35
3.6. Valorisation de Rubis Énergie 41
3.7. Valorisation de Rubis Photosol 45
3.8. Valorisation de la Holding 49
3.9. Synthèse de l'Évaluation Multicritère 49
4. VALORISATION DES DROITS DES COMMANDITÉS 51
5. VALORISATION DES DROITS POLITIQUES DES COMMANDITÉS 52
5.1. Droits et obligations politiques des Commandités 52
5.2. Quantification de la prime de contrôle 60
5.3. Appréciation du contrôle exercé par les Commandités 71
5.4. Indemnisation des droits politiques des Commandités 75

6. VALORISATION DES DROITS FINANCIERS DES COMMANDITÉS 77
6.1. Droits financiers des Commandités 77
6.2. Méthodologie 80
6.3. Valorisation des droits financiers 81
6.4. Valeur relative des droits financiers 84
7. RESPONSABILITÉ ILLIMITÉE 85
7.1. Responsabilité des Commandités 85
7.2. Indemnisation liée à la Transformation 85
8. INDEMNISATION DES DROITS DES COMMANDITÉS 87
9. CONCLUSION 88
ANNEXES 89

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Actionnaires	Commanditaires de Rubis SCA
Action(s)	Action(s) de Rubis
Activités intermédiaires	Activités de transport, de stockage et de raffinage, reposant sur des infrastructures lourdes telles que les pipelines, les terminaux de stockage et les unités de liquéfaction
ADP	Action(s) de préférence
AE	Action(s) d'épargne
AGE	Assemblée Générale Extraordinaire
Agena	Agena SAS
AGM	Assemblée Générale Mixte
AGO	Assemblée Générale Ordinaire
Amont	Activités d'exploration, de développement et de production des hydrocarbures
ANC	Actif net comptable consolidé
AO	Action(s) ordinaire(s)
Article 56	Article des Statuts de la Société concernant la Formule de détermination du Dividende Préciputaire
Assemblées Générales	Assemblées Générales de Rubis
Aval	Activités de distribution et de commercialisation des produits finis (carburants, gaz, électricité, bitume …)
BALO	Bulletin des Annonces Légales Obligatoires
BFR	Besoin en fonds de roulement
BIPV	Building Integrated Photovoltaics
CDV	Certificats de droits de vote
CI	Certificat(s) d'investissement
Cible	Société acquise dans le cadre d'une opération de marché
CMPV	Cours moyen(s) pondéré(s) par les volumes
Commanditaires	Actionnaires dont la responsabilité est limitée à leur apport initial
Commandités	Associés indéfiniment responsables du passif social de la société en commandite sur leurs biens propres
Comparables Boursiers	Sociétés réputées comparables au Groupe
Comparables Boursiers Rubis Énergie	Panel de sélection de sociétés constitué pour l'évaluation analogique de Distribution d'Énergies

Comparables Boursiers Rubis Photosol	Panel de sélection de sociétés constitué pour l'évaluation analogique de Production d'Électricité Renouvelable
Conseil de Surveillance	Conseil de surveillance de Rubis
Cours de Référence	Moyenne des cours d'ouverture des 20 dernières séances de bourse de chacun des trois derniers exercices précédant l'Exercice Considéré
CS	Conseil de Surveillance
Date de Référence	30 septembre 2026
DCF	*Discounted Cash Flow*
DCFE	*Discounted Cash Flow to Equity*
DDM	*Dividend Discount Model*
Décote SCA	Décote liée à la structure de SCA
DEU	Document d'enregistrement universel
Distribution d'Énergies	Activité de distribution d'énergies
Dividendes Distribués	Montant de tous les dividendes et acomptes sur dividendes, cumulés, versés par la Société à ses associés entre l'exercice au cours duquel a été déterminé le Cours de Référence et la clôture de l'Exercice Considéré
Dividende Préciputaire	Dividende versé aux Commandités
Downstream	Aval
Droits	Ensemble des droits attachés au statut des Commandités
Droits Détachés	Valeur de tous droits détachés des Actions et valeur de tous titres attribués gratuitement aux Actionnaires autres que des Actions de la Société entre l'exercice au cours duquel a été déterminé le Cours de Référence et la clôture de l'Exercice Considéré
EBITDA	*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization*
EV	Enterprise value
EV/MWc	Valeur d'Entreprise rapportée à la capacité installée
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère de l'Action
Évolution de la capitalisation boursière	Évolution de la capitalisation boursière de l'Action
Exercice Considéré	Exercice social
Expert Indépendant	Ledouble

Formule	Formule de détermination du Dividende Préciputaire en application des Statuts
Gérance	Gérance de Rubis
Gérant(s)	Membre(s) de la Gérance
GNL	Gaz naturel liquéfié
Ground	Actifs de production d'électricité photovoltaïque
GR Partenaires	GR Partenaires SCS
Groupe	Rubis et ses filiales
Groupe familial Gobin	Groupe familial Gobin
Groupe familial Riou	Groupe familial Riou
GW	Gigawatt
HDF	HDF Energy SA
Holding	Activité de support et de gouvernance de Rubis SCA
Ledouble	Ledouble SAS
LNG	Liquefied Natural Gas
Lock up	Engagement de conservation portant sur les Actions
Magerco	Magerco SAS
Midstream	Activités intermédiaires
Mission	Mission d'expertise indépendante de Ledouble
Modèle	Modèle de valorisation des activités de Production d'Électricité Renouvelable élaboré par Photosol
MW	Mégawatt
MWc	Mégawatt-crête
MWh	Mégawatt-heure
Performance Boursière Globale	Formule de calcul du Dividende Préciputaire en application de l'Article 56
Photosol	Photosol
Plan d'Affaires	Plan d'affaires du Groupe à horizon 2030
PPA	Power Purchase Agreement
Privilège	Dividende supérieur à celui accordé aux actions ordinaires
Production d'Électricité Renouvelable	Activité de production d'électricité renouvelable
Rapport d'échange	Rapport d'échange des parts de Commandité en Actions ordinaires de la Société

Rapport n°2	Rapport d'expertise indépendante relatif au Volet 2
RBE	Résultat brut d'exploitation
Retail & Marketing	Activité Retail & Marketing de Distribution d'Énergies
RNPG	Résultat net part du groupe
ROC	Résultat opérationnel courant
Rubis	Rubis SCA
Rubis Énergie	Exploitant de l'activité Distribution d'Énergies
Rubis Photosol	Exploitant de l'activité Production d'Électricité Renouvelable
SA	Société anonyme
Sara	Sara SA
SARL	Société à responsabilité limitée
SCA	Société en Commandite par Actions
SCS	Société en Commandite Simple
Société	Rubis SCA
Sorgema	Sorgema SARL
SOTP	Sum of the parts
Statuts	Statuts de la Société
Support & Services	Activité Support & Services de Distribution d'Énergies
Target Price	Cours cible des analystes
Target Price hors Décote SCA	Cours cible des analystes avant prise en compte de la Décote SCA
Transformation	Transformation de la Société en société anonyme
TW	Térawatt
UGT	Unités génératrices de trésorerie
Upstream	Amont
Valeur d'Entreprise	Valeur de l'actif économique
VE	Valeur d'Entreprise
Volet 1	Premier volet de la Mission traitant des conséquences d'une modification de l'Article 56 et des modalités de compensation de cette modification
Volet 2	Deuxième volet de la Mission portant sur l'appréciation du rapport d'échange des parts de Commandités en Actions suite à la Transformation

1. Présentation générale

1.1. Contexte

La société Rubis SCA (la « **Société** » ou « **Rubis** ») est la holding du groupe Rubis (le « **Groupe** »).

1.1.1. Activité du Groupe

Créé en 1990, le Groupe est devenu un acteur majeur de la distribution de solutions énergétiques et de mobilité, géographiquement présent dans plus de 40 pays en Afrique, aux Caraïbes et en Europe. Son développement a été soutenu par une croissance organique associée à une politique dynamique d'acquisitions ciblées.

Il est organisé en deux secteurs d'activité :

- la distribution d'énergies (la « **Distribution d'Énergies** » ou « **Rubis Énergie** ») ;
- la production d'électricité renouvelable (la « **Production d'Électricité Renouvelable** » ou « **Rubis Photosol** »).

1.1.2. Caractéristiques de la Société

Rubis est une société en commandite par actions (« **SCA** »)[1] au capital de 129.014.721,25 €, divisé en 103.211.777[2] actions ordinaires de 1,25 € de valeur nominale chacune, intégralement libérées (les « **Actions** » ou unitairement l'« **Action** »).

Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 784 393 530 et son siège social est situé 46, rue Boissière à Paris (75116).

En tant que SCA, la Société a deux catégories d'associés dont les droits et obligations sont distincts :

- les commandités (le ou les « **Commandité(s)** ») disposent de prérogatives statutaires spécifiques en matière de gouvernance, bénéficient de droits financiers particuliers, et répondent indéfiniment et solidairement des dettes sociales de la Société sur leurs biens propres. Ils ont notamment l'initiative de la nomination de la gérance (la « **Gérance** » ou les « **Gérants** ») ; et
- les commanditaires (le ou les « **Commanditaire(s)** » ou les « **Actionnaires** ») détiennent des actions et supportent les pertes à concurrence de leurs apports. Ils exercent leurs droits de vote en assemblée générale et leur représentation est assurée par le conseil de surveillance de Rubis (le « **Conseil de Surveillance** » ou le « CS »).

Cette organisation instaure une gouvernance particulière, dans laquelle certaines décisions nécessitent l'approbation à la fois des Commandités et des Commanditaires.

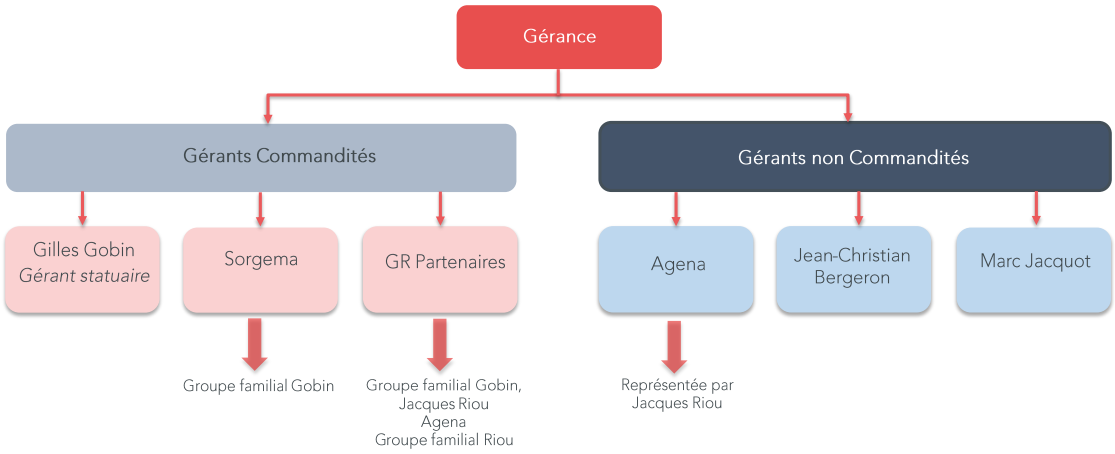
Les Commandités disposent ainsi de pouvoirs indépendamment de leur seule participation au capital.

[1] La Société a été constituée sous la forme de société anonyme à capital fixe pour être ensuite transformée en SCA.
[2] Au 31 décembre 2025.

Les Commandités, également Gérants de la Société[3], sont :

- Gilles Gobin, Gérant statutaire et Commandité depuis l'origine de la transformation en SCA ;
- la société Sorgema (« **Sorgema** »), Gérant et Commandité depuis le 30 juin 1992 ; Sorgema est une société à responsabilité limitée (« **SARL** »), dont les gérants[4] sont Gilles Gobin et Clarisse Gobin-Swiecznik ;
- la société GR Partenaires (« **GR Partenaires** »), Commandité depuis le 20 juin 1997 et Gérant depuis le 10 mars 2005 ; GR Partenaires est une société en commandite simple (« **SCS** »), dont les Commandités[5] sont des sociétés du Groupe familial Gobin et Jacques Riou.

La direction générale de la Société est assurée par la Gérance, composée de six Gérants qui ont la qualité de Commandités pour trois d'entre eux.



1.1.3. Structure du capital de la Société

Au 31 décembre 2025, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

Répartition du capital et des droits de vote exerçables au 31 décembre 2025

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote exerçables	% des droits de vote exerçables
Concert Compagnie nationale de navigation/Molis (	9 675 538	9,37%	9 473 728	9,20%
Plantations des terres rouges	6 200 047	6,01%	6 200 047	6,02%
BlackRock Inc.	6 163 216	5,97%	6 163 216	5,98%
Groupe Industriel Marcel Dassault	5 892 616	5,71%	5 892 616	5,72%
M. Ronald Sämann	5 776 291	5,60%	5 776 291	5,61%
Associés commandités et Gérants	**2 370 269**	**2,30%**	**2 370 269**	**2,30%**
M. Gilles Gobin	*177 782*	*0,2%*	*177 782*	*0,2%*
Sorgema	*1 231 609*	*1,2%*	*1 231 609*	*1,2%*
Agena	*942 946*	*0,9%*	*942 946*	*0,9%*
GR Partenaires	-	*0,0%*	-	*0,0%*
Jean-Christian Bergeron	*17 932*	*0,0%*	*17 932*	*0,0%*
Marc Jacquot	-	*0,0%*	-	*0,0%*
FCP Rubis Avenir	2 436 720	2,36%	2 436 720	2,37%
Conseil de Surveillance**	27 223	0,03%	27 223	0,03%
Autodétention	31 041	0,03%	-	0,00%
Public	64 638 816	62,63%	64 638 816	62,77%
Total	103 211 777	100,00%	102 978 926	100,00%

(*) Concert composé de Compagnie nationale de navigation, M. Patrick Molis, son Président, Mme Jade Molis, Mme Agathe Molis, Mme Victoire Molis et M. Charles Gravatte.
(**) Hors détention directe et indirecte de Patrick Molis et Ronald Sämann, membres du Conseil de Surveillance et actionnaire détenant directement ou indirectement au moins 5% du capital.

Source : Société

[3] Les trois autres Gérants non Commandités sont la société Agena (« **Agena** »), Jean-Christian Bergeron et Marc Jacquot.
[4] Les associés sont des membres du groupe familial Gobin (le « **Groupe familial Gobin** »).
[5] Les Commanditaires sont Agena et des membres du groupe familial Riou (le « **Groupe familial Riou** »). Les gérants de GR Partenaires sont la société Magerco (« **Magerco** »), représentée par Gilles Gobin, et la société Agena, représentée par Jacques Riou.

Au 31 décembre 2025, les Commandités et Gérants détiennent 2.370.269 Actions, représentant 2,30% du capital et des droits de vote de la Société.

La Société met en œuvre une politique d'attribution d'Actions de performance destinée à impliquer des collaborateurs du Groupe. Au 31 décembre 2025, les plans en cours représentent une émission potentielle de 923.914 Actions.

Plans d'options de souscription d'Actions et d'Actions de performance

Au 31 décembre 2025	Droits restants
Options de souscription	
Plan 2020	29 830
Plan 2021	2 806
Actions potentielles	*32 636*
Actions de performance	
Plan 2022	386 078
Plan 2025	505 200
Actions potentielles	*891 278*
Total Actions potentielles	923 914

Source : DEU 2025

1.2. Nature de la mission confiée à Ledouble

Le Conseil de Surveillance a désigné Ledouble SAS (« **Ledouble** ») en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») avec pour mission (la « **Mission** ») :

- d'examiner les conséquences d'une modification de la formule (la « **Formule** ») de détermination du dividende préciputaire des Commandités (le « **Dividende Préciputaire** ») en application de l'article 56 (l'« **Article 56** ») des statuts de la Société (les « **Statuts** ») ainsi que les modalités de compensation de cette modification (le « **Volet 1** ») ;

- dans le cadre de l'étude d'une transformation de la Société en société anonyme (« **SA** ») conduisant à la disparition du statut de Commandité (la « **Transformation** »), d'apprécier le rapport d'échange entre la valeur des droits des Commandités et celle des Actions ordinaires de la Société (le « **Rapport d'échange** ») en nous appuyant sur les dispositions des Statuts (le « **Volet 2** »), soit :
  - les droits politiques associés à la gouvernance de la Société ; et
  - les droits financiers assimilables aux droits des Commandités dans le résultat de la Société.

Le présent rapport (le « **Rapport n°2** ») traite exclusivement du Volet 2 de notre Mission.

1.3. Indépendance de l'expert

Nous confirmons que Ledouble est indépendant des personnes physiques et morales associées à la Mission et connues à la date de la présente, soit :

- la Société et ses filiales ;
- les Commandités et les membres de la Gérance ; et
- les membres du Conseil de Surveillance.

Ledouble n'a aucun lien commercial ou capitalistique avec les parties prenantes et nous considérons que la Mission qui nous a été confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec la Société et ses filiales.

De manière générale, nous n'avons connaissance d'aucun motif ou conflit d'intérêts susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission[6].

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

1.4. Démarche suivie par Ledouble pour apprécier le Rapport d'échange

Dans le cadre de l'étude de la Transformation et, plus spécifiquement, de la détermination du Rapport d'échange, nous devons apprécier :

- la valeur de l'Action portée au dénominateur du Rapport d'échange, qui ne peut être appréciée exclusivement à partir du cours de bourse actuel de l'Action, mais doit intégrer les perspectives à long terme du Groupe également appréhendées dans la valorisation des droits attachés au statut des Commandités (les « **Droits** ») ;
- la valeur économique des Droits auxquels les Commandités renonceront, qui constitue le numérateur du Rapport d'échange.

La Transformation met fin à la dualité des catégories d'associés et entraîne, avec la disparition du statut des Commandités, l'extinction simultanée :

- des droits politiques associés à la gouvernance de la Société ;
- des droits financiers spécifiques assimilables à un Dividende Préciputaire ; et
- de la responsabilité illimitée et solidaire sur les dettes de la Société.

La Transformation conduit ainsi à apprécier, d'une part, la valeur des droits politiques et financiers perdus par les Commandités et, d'autre part, l'avantage résultant de l'extinction de leur responsabilité indéfinie et solidaire.

[6] À titre d'information, nous indiquons que Baker Tilly, groupe auquel Ledouble est rattaché, a réalisé une mission d'assistance comptable non significative dans une filiale de la société Photosol. Cette intervention, portée à la connaissance du Conseil de Surveillance, qui est sans lien avec la Mission, a été menée par une entité juridique ainsi qu'une équipe différente qui n'a pas échangé avec Ledouble ; elle n'était pas de nature à remettre en cause notre indépendance.

Aussi, la détermination du Rapport d'échange suit une démarche en deux étapes :

- l'évaluation multicritère de Rubis et de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** ») (§ 3) après la réalisation d'un diagnostic financier du Groupe (§ 2) ;
- la valorisation de chacun des Droits attachés au statut des Commandités (§ 4 à § 8).

1.5. Diligences mises en œuvre pour la réalisation du Volet 2 de la Mission

Pour la réalisation du Volet 2 de la Mission, nos diligences ont notamment impliqué :

- des contacts et réunions avec la direction du Groupe, les membres du Conseil de Surveillance et des représentants de la Gérance et des Commandités ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées concernant la Société et le Groupe ;
- la lecture des communiqués de presse et des présentations de la Société au marché ;
- l'analyse de l'activité et la revue des performances opérationnelles du Groupe ;
- l'analyse de la liquidité et de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action sur une longue période ;
- la lecture des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action et l'exploitation du consensus qui s'en dégage ;
- l'étude des décotes applicables au regard notamment du profil de la Société et de sa structure actionnariale ;
- l'examen des données budgétaires et prévisionnelles aux bornes du Groupe ;
- la mise en œuvre d'une Évaluation Multicritère du Groupe ;
- des extractions de nos bases de données financières ;
- la revue des Statuts, des délibérations des organes de gouvernance et des décisions prises lors des assemblées générales de Rubis (les « **Assemblées Générales** ») portant sur le Dividende Préciputaire et les droits spécifiques dont bénéficient les Commandités ;
- l'étude des votes exprimés au cours des dernières Assemblées Générales ;
- l'examen du calcul du Dividende Préciputaire en lien avec les informations communiquées dans le document d'enregistrement universel de la Société (« **DEU** ») au titre des exercices 2020 à 2025 ;
- la revue des rapports établis à la demande des Commandités et des analyses comparatives faites avec les SCA françaises cotées ;
- la valorisation des Droits attachés au statut des Commandités ;
- la détermination de l'indemnisation globale et du Rapport d'échange ;
- l'établissement du Rapport n°2.

1.6. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu confirmation auprès des dirigeants de la Société des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de notre Mission.

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

Notre conclusion n'a pas valeur de recommandation de procéder à la Transformation.

1.7. Plan du Rapport n°2

Nous présentons successivement :

- l'activité et l'environnement du Groupe (§ 2) ;
- l'Évaluation Multicritère (§ 3) ;
- la présentation de la valorisation des Droits des Commandités (§ 4), puis l'analyse :
  - des droits politiques des Commandités (§ 5), fondée sur la quantification de la prime de contrôle et l'appréciation du niveau de contrôle détenu par les Commandités ;
  - des droits financiers des Commandités (§ 6) ;
  - de la responsabilité illimitée (§ 7) ;
- la détermination du Rapport d'échange (§ 8) ;
- la conclusion de notre Rapport n°2 (§ 9).

1.8. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport n°2 sont exprimés, le cas échéant, en :

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

Les renvois entre parties et chapitres du Rapport n°2 sont matérialisés entre parenthèses par le signe §. Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens hypertexte peuvent être activés dans la version électronique de ce document.

2. Présentation sectorielle et du Groupe[7]

Préalablement à l'Évaluation Multicritère, nous nous sommes attachés à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières afin d'apprécier les prévisions établies par le Groupe.

Les activités opérationnelles du Groupe sont structurées autour de deux secteurs distincts :

- la Distribution d'Énergies portant sur le GPL, le carburant et le bitume ; et
- la Production d'Électricité Renouvelable incluant la production d'électricité photovoltaïque et une participation dans une société d'hydrogène-électricité.

Notre analyse sectorielle portera sur les caractéristiques des activités intermédiaires et des activités de distribution de l'aval des solutions énergétiques (§ 2.1), puis des activités relatives au secteur de l'électricité photovoltaïque (§ 2.2).

Nous examinerons ensuite le positionnement de Rubis sur ces marchés (§ 2.3) avant d'analyser la performance du Groupe (§ 2.4).

2.1. Principales caractéristiques du secteur des solutions énergétiques

2.1.1. Description de la chaîne de valeur

Dans l'industrie pétrolière et gazière, la chaîne de valeur est organisée en trois segments complémentaires :

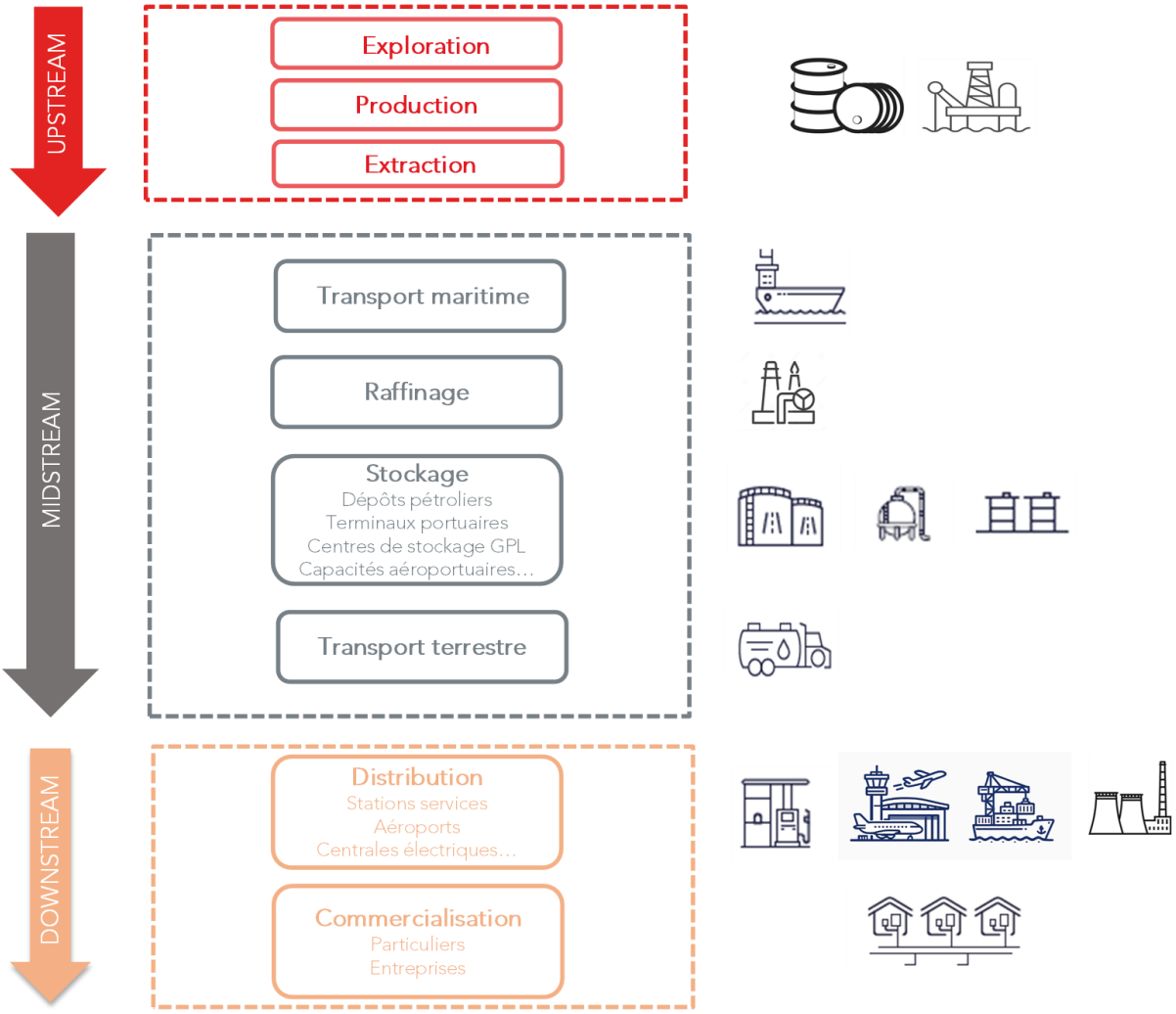
- l'amont (l'« **Amont** » ou l'« **Upstream** »)
- les activités intermédiaires (les « **Activités intermédiaires** » ou le « **Midstream** ») ;
- l'aval (l'« **Aval** » ou le « **Downstream** »).

Cette segmentation structure l'ensemble des opérations industrielles, depuis l'exploration des ressources jusqu'à la commercialisation des produits finis.

Notre analyse sectorielle se concentre sur les activités Midstream et Downstream exercées par le Groupe.

Le schéma, ci-dessous, résume l'ensemble de la chaîne de valeur de l'industrie énergétique et pétrolière.

[7] Sources : International Energy Agency, Global Growth Insights, presse.



- L'Upstream correspond aux activités d'exploration, de développement et de production des hydrocarbures. Il mobilise principalement des opérateurs spécialisés dans l'exploration et la mise en production des gisements, notamment les compagnies pétrolières intégrées ainsi que des entreprises dédiées au forage et à la géophysique.

- Le Midstream regroupe les activités de transport, de stockage et de raffinage, reposant sur des infrastructures lourdes telles que les pipelines, les terminaux de stockage et les unités de liquéfaction. Il mobilise des opérateurs spécialisés dans la logistique énergétique et la gestion des réseaux de transport.

- Le Downstream couvre la distribution des produits finis (carburants, gaz, électricité, bitume, …) et leur commercialisation. Il implique des acteurs commerciaux en lien direct avec les marchés de consommation.

2.1.2. Évolution et perspectives des activités Midstream

Depuis 2023, le secteur des produits pétroliers et gazeux connaît une transformation profonde, particulièrement en Europe et en Amérique du Nord, sous l'effet des tensions énergétiques liées à la guerre en Ukraine, du développement du gaz naturel liquéfié (« GNL » ou « LNG »), de l'accélération de la transition énergétique et, plus récemment, du conflit impliquant l'Iran, qui accentue les risques de perturbation des approvisionnements et des flux maritimes d'hydrocarbures.

Dans ce contexte, le Midstream joue un rôle stratégique croissant. Ses infrastructures contribuent à la sécurité d'approvisionnement et à l'adaptation des marchés énergétiques aux évolutions des flux et aux contraintes logistiques.

2.1.2.1. Principaux produits concernés dans le Midstream

(i) GNL

Depuis la guerre en Ukraine, le stockage de gaz est devenu un pilier de la sécurité énergétique en Europe, et les niveaux sont désormais pilotés politiquement avec des objectifs de remplissage avant la période hivernale.

Avec la réduction significative des approvisionnements en gaz russe acheminés par pipeline vers l'Europe, les importations se sont réorientées vers de nouveaux fournisseurs, notamment les États-Unis, devenus le premier fournisseur de GNL, ainsi que le Qatar et la Norvège, cette dernière continuant d'assurer des livraisons stables par gazoduc.

En 2026, le conflit au Moyen-Orient impliquant l'Iran a renforcé les risques pesant sur les approvisionnements mondiaux en hydrocarbures. Les perturbations du trafic dans le détroit d'Ormuz, voie stratégique pour les exportations de GNL du Qatar, ont accru l'incertitude sur les flux disponibles et contribué à la volatilité des prix.

La réorientation des approvisionnements énergétiques a entraîné un allongement des chaînes logistiques et une dépendance accrue aux infrastructures de transport maritime de GNL (méthaniers), renforçant le rôle des terminaux de liquéfaction et de regazéification.

Parallèlement, la mondialisation du marché du GNL favorise les échanges entre régions et le recours aux marchés « spot », en complément des contrats d'approvisionnement à long terme historiquement indexés et stables. Cette flexibilité expose toutefois davantage les acheteurs aux fluctuations des prix et à la concurrence entre marchés, notamment en période de tensions sur l'offre.

Le marché mondial du GNL pourrait atteindre plus de 300 Md$ d'ici 2035 en suivant une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 6% portée par la transition vers une énergie plus propre.

(ii) Carburant

Le marché mondial des carburants connaît une évolution structurelle significative :

- la croissance des carburants destinés au transport routier tend à ralentir dans les économies développées ;

- tandis que les carburants alternatifs tels que les SAF[8], le biodiesel et, le HVO[9] occupent une part croissante du mix énergétique.

Par ailleurs, le marché est soumis à une pression accrue liée à la mondialisation des échanges qui se traduit notamment par :

- des déséquilibres entre les zones excédentaires et déficitaires en produits raffinés, nécessitant des réallocations continues des flux ;
- l'extension des échanges interrégionaux de carburants, qui complexifie les chaînes logistiques ;
- une forte dépendance aux tankers de produits raffinés, exposant le système aux congestions portuaires, aux limites de capacité de flotte et à la volatilité des coûts de fret.

Dans ce contexte, les infrastructures logistiques occupent une place stratégique pour devenir un pilier central dans l'organisation du marché, à travers :

- l'arbitrage entre zones de production et de consommation ;
- la capacité de stockage et de mise à disposition des volumes ; et
- la gestion du *timing* optimal des flux.

En parallèle, les exigences réglementaires se renforcent, en particulier en matière de normes environnementales applicables aux raffineries traditionnelles.

À l'horizon 2035, le marché mondial des carburants devrait évoluer selon une dynamique contrastée entre les zones développées et les économies émergentes.

Dans les pays de l'OCDE, les volumes de carburants devraient connaître une phase de stagnation, sous l'effet de la transition énergétique et de l'amélioration de l'efficacité énergétique. À l'inverse, les économies émergentes devraient continuer à afficher une croissance de la demande.

(iii) Bitume

Le bitume est un produit particulier de la chaîne pétrolière, issu du raffinage (Downstream) mais fortement dépendant des logiques logistiques (Midstream) et de la demande en infrastructures, notamment routières.

Les contraintes logistiques exercent une influence déterminante dans sa valorisation. Sa viscosité impose des modalités de transport spécifiques, impliquant des unités spécialisées, des navires adaptés ainsi que des infrastructures de stockage chauffées. Cette configuration engendre des coûts logistiques élevés, renforce l'importance des arbitrages régionaux et accroît la sensibilité du marché aux congestions portuaires et aux aléas du transport maritime.

La demande de bitume est cyclique et régionalisée, portée par les investissements en infrastructures et donc étroitement liée aux cycles budgétaires publics.

---

[8] Le SAF (*Sustainable Aviation Fuel*) est un carburant durable destiné à l'aviation, produit à partir de matières premières renouvelables (biomasse, huiles usagées, résidus agricoles, ou parfois procédés synthétiques à base d'hydrogène et de CO_2 capté).
[9] Le HVO (*Hydrotreated Vegetable Oil*) est un carburant renouvelable, proche du diesel fossile, produit à partir d'huiles végétales ou de graisses animales, traitées par hydrogénation.

Les pays émergents constituent le principal moteur de croissance.

Avec une part de marché de près de 90%, les applications routières constituent le principal débouché d'utilisation du bitume ; les applications d'étanchéité couvrant notamment les toitures, les ouvrages de bâtiments ainsi que les revêtements industriels et sportifs constituent le deuxième segment.

Le marché mondial du bitume devrait atteindre 98,6 Md$ d'ici 2032, soit une croissance annuelle moyenne de 3,9%. Il est largement dominé par la région Asie-Pacifique, soutenue par une forte croissance économique, l'industrialisation et la demande en infrastructures routières. En Afrique, la consommation de bitume est tirée par le développement des infrastructures de transport et l'urbanisation croissante.

2.1.2.2. Raffinage

Les raffineries situées dans les pays occidentaux sont engagées dans une phase de restructuration avec des fermetures d'unités, des reconversions vers la production de biocarburants (HVO, SAF), ainsi que des adaptations industrielles visant à améliorer leur rentabilité.

Cette évolution s'explique par la combinaison de plusieurs facteurs structurels incluant le renforcement des normes environnementales, l'insuffisance des marges de raffinage sur le long terme, ainsi que l'intensification de la concurrence exercée par des raffineries asiatiques et moyen-orientales généralement plus récentes, plus intégrées et technologiquement plus performantes[10].

Le secteur du raffinage anticipe des tensions liées à l'évolution de la demande mondiale de pétrole, qui se porte vers la pétrochimie utilisant des matières premières issues des liquides de gaz naturel.

2.1.3. Évolution et perspectives des activités Downstream

La distribution de l'énergie est entrée dans une phase de transformation vers un modèle fortement digitalisé, multi-énergies et multi-services.

2.1.3.1. Distribution du GNL

Après avoir été transporté dans des méthaniers spécialisés avec des cuves cryogéniques isolées, le GNL est stocké dans des réservoirs cryogéniques puis regazéifié afin d'être injecté dans les réseaux nationaux et transrégionaux.

À l'échelle régionale, l'Asie s'impose comme le principal pôle mondial de consommation et de distribution du GNL. Les perspectives de croissance à long terme y sont particulièrement favorables, soutenues par la dynamique démographique, l'industrialisation croissante, l'augmentation des besoins en électricité ainsi que la substitution progressive du charbon par des sources d'énergie moins carbonées. Toutefois, le conflit au Moyen-Orient et les perturbations des exportations de GNL transitant par le détroit d'Ormuz ont fragilisé les approvisionnements régionaux et accru la volatilité des prix. Cette situation renforce les enjeux de diversification des fournisseurs et de sécurisation des approvisionnements.

[10] La capacité mondiale de raffinage devrait atteindre 108 millions de barils par jour en 2030, avec un recul en Europe et en Amérique du Nord, tandis que l'Asie, le Moyen-Orient et l'Afrique poursuivront leurs investissements pour répondre à la demande intérieure et à l'exportation.

L'Europe a fortement renforcé ses infrastructures GNL depuis 2022. À court et moyen terme, le marché européen devrait être dynamique en raison des enjeux de sécurité énergétique. À plus long terme, sa croissance pourrait ralentir sous l'effet du développement des énergies renouvelables, de l'électrification et des politiques de décarbonation.

L'Afrique représente un marché émergent à fort potentiel. Toutefois, le développement de ses infrastructures de distribution reste encore limité et peut être freiné par des contraintes politiques, économiques et financières.

2.1.3.2. Distribution du carburant dans les stations-service

À l'échelle mondiale, la distribution de carburants se répartit principalement autour de trois segments :

- les stations-service, dédiées au transport routier, représentent le canal dominant ;
- le segment commercial et industriel, qui regroupe les usages agricoles, industriels et maritimes, se caractérise par des volumes importants réalisés par une distribution concentrée ;
- le secteur de l'aviation, bien que limité en volume, occupe une place stratégique en raison de la forte valeur ajoutée des produits et de contraintes opérationnelles.

Les stations-service évoluent d'un modèle centré sur la distribution de carburants fossiles, en mode traditionnel ou en libre-service, vers des infrastructures hybrides qui intègrent des bornes de recharge pour véhicules électriques, ainsi que des solutions d'approvisionnement en éthanol, biodiesel et hydrogène. Progressivement, ces espaces évoluent vers des pôles multiservices, regroupant des activités de restauration, des commerces de proximité, voire des centres de maintenance et de réparation automobile.

Le marché mondial de la distribution de carburants et des stations-service s'organise autour de plusieurs catégories d'acteurs, dont le positionnement varie selon les régions et le degré de maturité des marchés :

- les majors pétrolières intégrées, qui dominent le marché grâce à leur intégration verticale couvrant l'exploration, le raffinage et la distribution ;
- les compagnies pétrolières nationales, qui jouent un rôle structurant, notamment dans les pays producteurs et les marchés émergents ;
- les opérateurs indépendants et réseaux franchisés, en forte expansion, notamment en Afrique, en Europe et en Asie ; et
- les nouveaux entrants issus de la transition énergétique.

Le marché mondial des stations-services est attendu autour de 4.400 Md$ en 2035. Cette croissance repose sur l'augmentation du parc automobile ainsi que sur l'élargissement de l'offre de services.

L'Afrique représente environ 7 % du marché mondial des stations-service. Bien que le secteur soit en expansion, soutenu par la croissance démographique et l'urbanisation, il reste structurellement contraint par des infrastructures inégalement réparties et dépendantes des carburants fossiles, des réseaux logistiques insuffisants, des ruptures d'approvisionnement fréquentes, et souffre d'une dépendance élevée aux importations énergétiques. Le marché évolue néanmoins progressivement vers des stations-service plus modernes et diversifiées, transformées en hubs de services multifonctionnels intégrant des activités complémentaires au carburant.

2.1.3.3. *Distribution du carburant pour l'aviation*

La distribution du carburant aéronautique repose sur une chaîne logistique permettant d'assurer l'approvisionnement continu des aéroports en kérosène :

- dans les grands hubs aéroportuaires, la distribution est principalement assurée par des pipelines dédiés reliant directement les raffineries ou les dépôts pétroliers aux installations aéroportuaires ;
- dans les zones moins connectées, l'approvisionnement repose sur le transport maritime *via* des navires pétroliers ou sur le transport routier par camions-citernes.

La distribution de carburant aéronautique est étroitement corrélée aux évolutions du secteur aérien, lequel a connu ces dernières années une croissance dynamique favorisée par l'augmentation du trafic aérien mondial et le développement du fret aérien, soutenu par le commerce international et l'e-commerce.

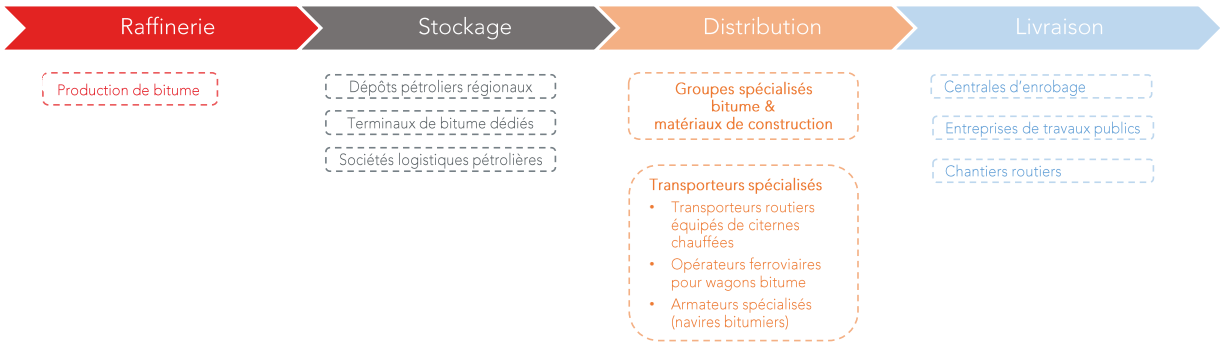
À long terme, le secteur devrait connaître une transformation structurelle, passant d'un modèle relativement stable fondé sur le kérosène fossile à un système hybride et plus complexe, combinant des carburants durables, un renforcement des contraintes réglementaires, et soumis à une dépendance accrue aux équilibres géopolitiques mondiaux.

2.1.3.4. *Distribution du bitume*

Le bitume est un produit dense qui nécessite une logistique spécifique et adaptée à sa nature visqueuse et à sa sensibilité à la température.

Il est transporté principalement en vrac chauffé par camions-citernes, parfois par wagons ferroviaires calorifugés ou, pour les volumes importants sur longues distances, par navires bitumiers équipés de systèmes de maintien en température.

La distribution du bitume est dominée par une chaîne intégrée d'acteurs spécialisés, résumée comme suit :



2.2. Principales caractéristiques du secteur de la production d'électricité renouvelable

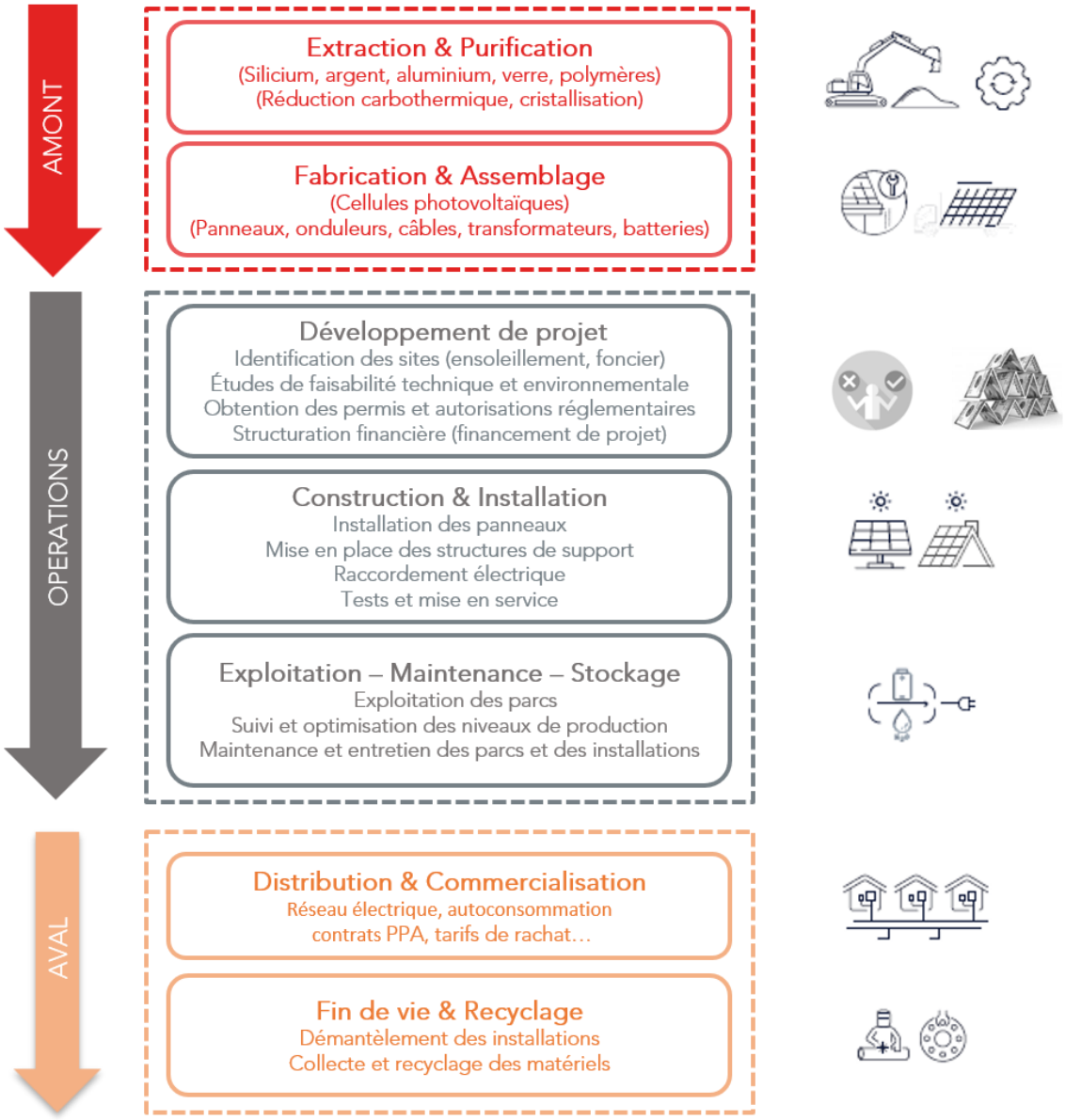
La production d'électricité renouvelable repose sur l'exploitation de ressources naturelles considérées comme inépuisables à l'échelle humaine, c'est-à-dire des sources qui se renouvellent naturellement et rapidement par rapport au rythme de la consommation énergétique.

Dans ce secteur, le Groupe s'est tourné vers le solaire – photovoltaïque. Les principales filières sont représentées dans le schéma ci-dessous.

2.2.1. Description de la chaîne de valeur du photovoltaïque

La chaîne de valeur du photovoltaïque se compose de trois étapes successives : l'amont, les activités opérationnelles et l'aval.

Nous présentons, ci-après, la chaîne de valeur de manière synthétique :



2.2.2. Principaux acteurs de la production photovoltaïque[11]

Le secteur de la production d'électricité photovoltaïque repose sur une architecture d'acteurs fragmentée.

- **Les fabricants de modules et d'équipements photovoltaïques** produisent les cellules, modules, onduleurs et composants techniques nécessaires à la conversion de l'énergie solaire en électricité. Ce segment est dominé par des groupes asiatiques, en particulier chinois qui contrôlent les chaînes d'approvisionnement en silicium. Ces acteurs influencent directement la compétitivité des projets solaires à l'échelle mondiale.

- **Les développeurs de projets et producteurs indépendants d'électricité**[12] conçoivent, financent et exploitent des centrales solaires. Ils identifient les sites, sécurisent le foncier, obtiennent les autorisations, et portent le risque projet jusqu'à la mise en service.

- **Les entreprises d'ingénierie** réalisent les études techniques nécessaires à la conception des centrales photovoltaïques.

- **Les investisseurs et financeurs** spécialisés dans les infrastructures énergétiques, tels que les banques, les fonds d'infrastructure et les fonds ESG[13], assurent le financement des projets.

- **Les groupes énergétiques** placent les énergies renouvelables dans leur mix énergétique afin de répondre aux objectifs de décarbonation.

- **Les gestionnaires de réseau et les opérateurs électriques** intègrent l'électricité photovoltaïque dans le réseau électrique.

2.2.3. Évolution et perspectives de la production d'électricité photovoltaïque

2.2.3.1. Chiffres clés en 2025

En 2025, les nouvelles capacités photovoltaïques mondiales représentent entre 605 GW et 700 GW, portant la capacité installée à environ 2,8 à 3 TW.

Le marché est largement dominé par l'Asie, notamment la Chine, qui concentre plus de 60% des installations annuelles (environ 340 GW à 360 GW), suivie de l'Inde avec plusieurs dizaines de GW.

En Europe, les nouvelles capacités atteignent environ 70 GW par an, dans un contexte porté par les objectifs des plans « REPowerEU »[14] et « Fit for 55 »[15].

En Afrique, les installations restent limitées (3 à 4 GW par an), malgré un potentiel de développement important.

[11] Entre la phase « Fabrication & Assemblage » et la phase « Distribution & Commercialisation ».
[12] Independent Power Producers (IPP).
[13] Fonds qui intègrent des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leurs décisions d'investissement.
[14] Plan de l'Union Européenne lancé en 2022 pour réduire la dépendance énergétique de l'Europe, notamment vis-à-vis du gaz russe, tout en accélérant la transition énergétique.
[15] Ensemble de lois et de mesures de l'Union européenne visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre d'ici 2030.

2.2.3.2. Facteurs de croissance et conditions d'intégration du photovoltaïque

Le secteur photovoltaïque s'impose comme un pilier central de la transition énergétique mondiale.

Sa croissance devrait être soutenue par :

- les politiques publiques de décarbonation associées aux enjeux de souveraineté industrielle ;
- la baisse continue des coûts technologiques favorisée par les innovations[16] ;
- l'augmentation des besoins d'électricité liée à l'électrification des usages.

Toutefois, la croissance du secteur s'accompagne d'un enjeu de rentabilité des projets qui dépend des coûts de construction, des modalités de commercialisation de l'électricité et des mécanismes de soutien public.

À moyen et long terme, les perspectives du secteur dépendront donc à la fois de la poursuite des progrès technologiques, de l'évolution des dispositifs de soutien, de la capacité des réseaux à absorber les nouvelles capacités installées, et de la possibilité de valoriser l'électricité produite dans des conditions économiquement viables.

2.2.3.3. Perspectives

Les perspectives de développement du solaire photovoltaïque confirment la poursuite de sa forte croissance et son rôle dans la transition énergétique mondiale.

Les installations solaires, qui devraient représenter la grande majorité des nouvelles capacités électriques[17] déployées dans le monde, suivront un rythme annuel pouvant approcher 900 GW à 1.000 GW en fin de décennie.

À l'échelle mondiale, la croissance reste largement dominée par l'Asie, en particulier la Chine, qui devrait conserver une position prépondérante dans les nouvelles installations.

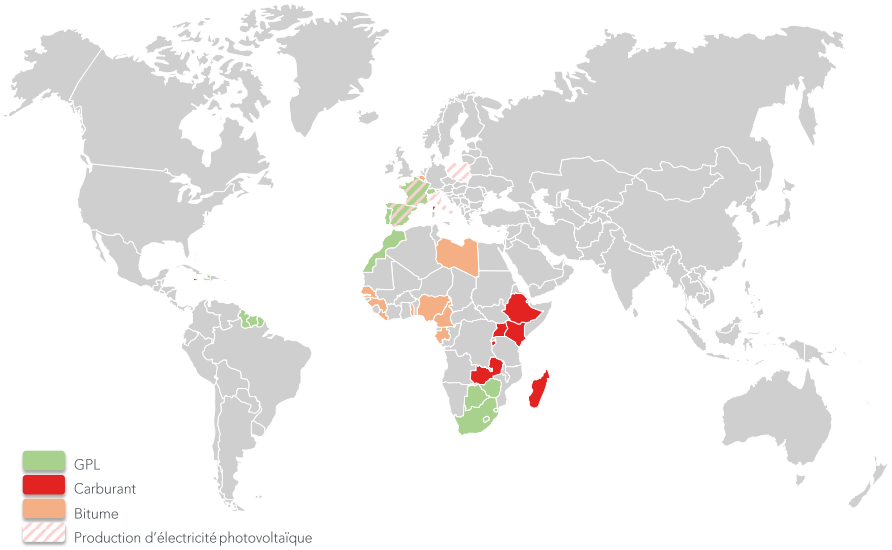
En Europe, la croissance du solaire devrait rester soutenue, avec un accroissement annuel du parc estimé entre 60 GW et 100 GW à l'horizon 2030[18].

En Afrique, le solaire devrait connaître une croissance progressive mais encore limitée en volume, portée par les projets décentralisés, les mini-réseaux et les installations de grande taille, dans un contexte alliant un fort potentiel à des contraintes structurelles.

[16] Telles que les cellules photovoltaïques à pérovskites, l'agrivoltaïsme, les panneaux bifaciaux capables de capter le rayonnement réfléchi sur les deux faces du module, les centrales solaires flottantes réduisant la pression sur le foncier terrestre ainsi que l'intégration au bâtiment (BIPV) qui consiste à intégrer directement des panneaux photovoltaïques aux éléments de construction des bâtiments.
[17] Environ 4 600 GW dont 80% pour le photovoltaïque.
[18] En France, le développement du solaire devrait progresser de manière plus modérée, avec une augmentation régulière en ligne avec les objectifs de la Programmation Pluriannuelle de l'Énergie (PPE3), qui fixe un objectif de 75 à 100 GW de capacité cumulée à l'horizon 2035.

2.3. Positionnement de Rubis

Rubis est présent dans 45 pays et 3 zones géographiques : Caraïbes (48% du chiffre d'affaires), Afrique (39% du chiffre d'affaires) et Europe (13% du chiffre d'affaires).



Les activités opérationnelles du Groupe sont structurées autour de deux secteurs distincts :

- la Distribution d'Énergies ;
- la Production d'Électricité Renouvelable.

Au travers de son activité de Distribution d'Énergies (§ 2.3.1), Rubis maîtrise l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement :

- l'achat de matières premières ;
- le transport, avec l'utilisation de ses navires ;
- le stockage, avec la détention de terminaux d'importation dans ses lieux d'implantation ; et
- la distribution, au travers de centres emplisseurs de bouteilles (gaz liquéfié), d'un réseau de 1.167 stations-service et de l'avitaillement dans plus de 20 aéroports.

Dans la Production d'Électricité Renouvelable (§ 2.3.2), le Groupe intervient également sur l'ensemble de la chaîne de valeur, depuis le développement des installations jusqu'à leur démantèlement, en passant par la conception, le financement, l'exploitation et la maintenance, lui permettant ainsi de maîtriser l'intégralité du cycle de vie des actifs.

2.3.1. Distribution d'Énergies

La Distribution d'Énergies recouvre deux segments :

- l'activité Retail & Marketing (« **Retail & Marketing** »), qui consiste en la distribution de solutions énergétiques, notamment de carburants, de fiouls, de lubrifiants, de gaz liquéfiés et de bitumes ;

- l'activité Support & Services (« **Support & Services** »), qui couvre la logistique, l'approvisionnement et le transport maritime ainsi que les activités de raffinage et de stockage aux Antilles *via* une participation dans la société Sara (« **Sara** »).

2.3.2. Production d'Électricité Renouvelable

La Production d'Électricité Renouvelable comprend :

- les activités de production d'électricité photovoltaïque de Photosol (« **Photosol** ») ; et
- une participation de 17,2% dans le capital de la société HDF Energy (« **HDF** »), pionnier mondial de l'hydrogène-électricité.

Photosol poursuit sa diversification à l'international avec la construction de projets photovoltaïques en Italie et un déploiement de son modèle en Europe de l'Est.

2.4. Analyse historique de la performance du Groupe

Les données financières historiques sont issues des comptes consolidés du Groupe établis en conformité avec le référentiel comptable international IFRS, et dont la date de clôture annuelle est le 31 décembre.

Les performances du Groupe de 2021 à 2025 et au titre du premier semestre 2026, en termes d'activité et de profitabilité (§ 2.4.1), ainsi que sa structure bilancielle (§ 2.4.2) au 31 décembre 2025 et au 30 juin 2026, sont présentées ci-après.

2.4.1. Analyse de l'activité et de la profitabilité

Compte de résultat simplifié

M€	déc.-21	déc.-22	déc.-23	déc.-24	déc.-25	juin-26
Chiffre d'affaires	4 589,4	7 134,7	6 630,0	6 643,9	6 534,5	4 067,5
Var en %	*17,6%*	*55,5%*	*(7,1%)*	*0,2%*	*(1,6%)*	*24,0%*
Achats consommés	(3 319,6)	(5 690,4)	(4 945,9)	(4 943,7)	(4 798,3)	(3 108,6)
Charges de personnel	(199,5)	(237,0)	(253,7)	(289,9)	(299,5)	(153,6)
Impôts et taxes	(122,6)	(134,5)	(143,6)	(148,7)	(149,8)	(67,6)
Autres produits et charges d'exploitation	(415,5)	(403,4)	(488,8)	(540,8)	(546,0)	(303,4)
Résultat brut d'exploitation	532,3	669,5	797,9	721,0	740,8	434,3
% du chiffre d'affaires	*11,6%*	*9,4%*	*12,0%*	*10,9%*	*11,3%*	*10,7%*
Autres produits de l'activité	3,1	0,9	6,7	2,8	4,1	1,3
Dotations aux amortissements et aux provisions nettes de reprises	(136,5)	(167,7)	(189,5)	(214,6)	(253,5)	(124,0)
Autres produits et charges opérationnels courants	(7,0)	6,3	6,2	(5,4)	(4,9)	(4,4)
Résultat opérationnel courant	391,8	509,0	621,4	503,8	486,5	307,2
% du chiffre d'affaires	*8,5%*	*7,1%*	*9,4%*	*7,6%*	*7,4%*	*7,6%*
Autres produits et charges opérationnels	4,8	(58,1)	7,4	86,4	1,5	(0,5)
Résultat opérationnel	396,6	450,9	628,7	590,2	488,1	306,7
Résultat financier	(32,6)	(120,8)	(218,8)	(164,5)	(87,0)	(49,8)
Résultat avant impôt et résultat des sociétés mises en équivalence	364,0	330,0	409,9	425,7	401,1	257,0
Impôts sur les résultats	(65,2)	(63,9)	(57,9)	(81,4)	(91,7)	(63,7)
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	5,9	5,7	14,9	6,8	1,7	0,7
Résultat net total	304,7	271,9	367,0	351,1	311,2	194,0
Participations ne conférant pas le contrôle	12,2	9,0	13,3	8,8	2,3	2,6
Résultat net part du Groupe	292,6	262,9	353,7	342,3	308,8	191,4
% du chiffre d'affaires	*6,4%*	*3,7%*	*5,3%*	*5,2%*	*4,7%*	*4,7%*

Source : Société

2.4.1.1. *Évolution de l'activité*

Sur la période 2021 à 2025, le chiffre d'affaires consolidé du Groupe est passé de 4.589,4 M€ à 6.534,5 M€, avec des évolutions annuelles contrastées.

La forte croissance du chiffre d'affaires observée en 2022 (+55%) reflétait notamment les fluctuations des cours des produits énergétiques et l'intégration de Photosol en avril 2022.

Depuis 2023, le chiffre d'affaires est globalement stable, autour de 6,6 Md€, les variations de prix masquant en partie la progression des volumes distribués.

- Distribution d'Énergies
  - L'activité opérationnelle a progressé sur l'ensemble de la période, portée par la hausse des volumes distribués et notamment la bonne dynamique commerciale de Retail & Marketing (§ 2.3.1) et de la zone Caraïbes.
  - En 2025, la marge brute de Retail & Marketing progresse de 6%, soutenue par la hausse des volumes sur l'ensemble des produits et des zones géographiques, notamment sur le bitume (+28% en volume et +18% en marge brute).
- Production d'Électricité Renouvelable
  - Le Groupe poursuit le développement de cette activité depuis l'intégration de Photosol en avril 2022.
  - En 2025, la capacité installée a progressé de 21% et le chiffre d'affaires a atteint 62 M€, en hausse de 26% en un an.

Au premier semestre 2026, le chiffre d'affaires consolidé s'établit à 4.067,5 M€, en hausse de 24% par rapport au premier semestre 2025 :

- Dans un environnement marqué par la volatilité des prix des produits pétroliers, Retail & Marketing enregistre une hausse de 9% des volumes distribués, à 3,48 millions de m³, et de 16% de sa marge brute.
- La Production d'Électricité Renouvelable poursuit également son développement, avec un chiffre d'affaires de 37 M€, en augmentation de 19%, soutenue par la croissance de 32% des capacités en exploitation.

2.4.1.2. *Évolution de la profitabilité opérationnelle*

Sur la période 2021-2025, le résultat brut d'exploitation (« RBE » assimilé à l'« EBITDA »[19]) a enregistré une croissance annuelle moyenne de 8,6%, atteignant un pic en 2023 à 797,9 M€ avec une marge de 12,0%. Cette performance reflète la contribution favorable des activités de Distribution d'Énergies et de Production d'Électricité Renouvelable.

En 2024, le RBE s'est contracté sous l'effet principalement de la dégradation de la performance en Afrique, dont le RBE a reculé de 32% compte tenu de conditions d'exploitation défavorables au Nigéria et au Kenya et de fluctuations des taux de change. Ce recul a été partiellement compensé par la progression des contributions de l'Europe et des Caraïbes.

[19] En l'espèce, l'EBITDA est assimilé au RBE, au vu de la prépondérance des dotations aux amortissements et aux provisions par rapport aux autres lignes positionnées entre le résultat brut d'exploitation et le résultat opérationnel courant.

En 2025, le RBE a progressé de 3% en données publiées (+7% à taux de change et effet d'hyperinflation constants), porté par la hausse de la contribution de l'Afrique (+10%) et la poursuite de la croissance en Europe, malgré le recul de la contribution de la Production d'Électricité Renouvelable.

Au premier semestre 2026, le RBE a atteint 434,3 M€ dont la progression est portée par la Distribution d'Énergies, notamment en Europe, dans les Caraïbes et en Afrique, ainsi que par la Production d'Électricité Renouvelable.

Au regard de cette performance, le Groupe a relevé sa guidance d'EBITDA 2026, désormais comprise entre 775 M€ et 825 M€, contre une fourchette précédemment annoncée de 740 M€ à 790 M€.

2.4.2. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe se résume comme suit :

Bilan simplifié

M€	déc.-25	juin-26
Écarts d'acquisition	1 712,6	1 746,3
Immobilisations incorporelles	127,4	137,9
Immobilisations corporelles	2 008,7	2 089,9
BFR	555,3	723,8
Impôts différés nets	(37,5)	(34,6)
Actif économique	**4 366,5**	**4 663,3**
Emprunts auprès des établissements de crédit	(1 699,6)	(1 799,9)
Concours bancaires	(136,4)	(183,7)
Autres dettes financières	(80,5)	(118,2)
Comptes courants	(21,5)	(20,0)
Trésorerie et équivalents	756,8	639,5
Instruments financiers nets	38,2	39,2
Endettement financier net	**(1 143,0)**	**(1 443,2)**
Droits d'utilisation	266,6	298,9
Dettes de loyers IFRS 16	(280,7)	(314,9)
Impact de la norme IFRS 16	**(14,1)**	**(16,0)**
Autres actifs et passifs courants et non courants	103,3	176,0
Actifs financiers non courants	36,1	34,7
Participations dans les entreprises associées	25,6	24,5
Provisions	(299,5)	(328,0)
Consignes d'emballages	(155,2)	(160,7)
Intérêts minoritaires	(115,0)	(121,2)
Actif net comptable (part du Groupe)	**2 804,8**	**2 829,4**

Source : Société, analyses Ledouble

2.4.2.1. *Écarts d'acquisition*

Les écarts d'acquisition, d'un montant net de 1.746,3 M€ au 30 juin 2026 (*versus* 1.712,6 M€ au 31 décembre 2025), sont soumis à des tests de dépréciation au niveau des groupes d'unités génératrices de trésorerie (« **UGT** ») en cas de survenance d'indices de perte de valeur, et au moins annuellement. Ils se ventilent comme suit :

- Distribution d'Énergies : 1.203,0 M€[20] ;
- Production d'Électricité Renouvelable : 543,3 M€.

2.4.2.2. *Immobilisations incorporelles*

Les immobilisations incorporelles, d'un montant net de 137,9 M€ au 30 juin 2026 (*versus* 127,4 M€ au 31 décembre 2025), sont constituées essentiellement :

- de concessions, brevets, licences et marques (63,5 M€) ; et
- d'autres immobilisations incorporelles[21] (72,1 M€).

2.4.2.3. *Immobilisations corporelles*

Les immobilisations corporelles, d'un montant net de 2.089,9 M€ au 30 juin 2026 (*versus* 2.008,7 M€ au 31 décembre 2025), sont principalement composées :

- de terrains et constructions (815,8 M€) ;
- d'installations techniques, matériels et outillages industriels (753,9 M€) ;
- d'immobilisations corporelles en cours[22] (325,7 M€) ; et
- d'autres immobilisations corporelles[23] (179,9 M€) ;

2.4.2.4. *Besoin en fonds de roulement*

Le besoin en fonds de roulement (« **BFR** »), qui s'établit à 723,8 M€ au 30 juin 2026 (*versus* 555,3 M€ au 31 décembre 2025) se décompose comme suit.

[20] Les écarts d'acquisition relatifs à la Distribution d'Énergies se répartissent entre l'Europe (283,6 M€), l'Afrique (567,4 M€) et les Caraïbes (352,0 M€).
[21] Dont notamment un actif incorporel de 40 M€ reconnu en 2022 dans le cadre de l'acquisition de Photosol au titre de contrats d'achat d'électricité à long terme conclus à prix fixe, ainsi que 20 M€ correspondant aux coûts d'acquisition de projets développés et prêts à construire.
[22] Les immobilisations en cours concernent principalement la construction de centrales solaires au titre de l'activité de Production d'Electricité Renouvelable (169 M€), les activités de Distribution d'Énergies en Afrique (48 M€), les activités Retail & Marketing dans les Caraïbes (51 M€) et les activités Support & Services dans les Caraïbes (39 M€).
[23] Bouteilles de GPL détenues par les entités de distribution.

BFR

M€	déc.-25	juin-26
Stocks	641,6	891,4
Créances clients et comptes rattachés	552,8	746,8
Fournisseurs	(533,2)	(832,1)
BFR d'exploitation	**661,3**	**806,1**
Créances et dettes fiscales et sociales	(106,1)	(130,7)
Autres créances et dettes	0,1	48,5
BFR	**555,3**	**723,8**

Sources : Société, Analyses Ledouble

Compte tenu de l'activité du Groupe, les stocks, les créances clients et les dettes fournisseurs constituent les principales composantes du BFR d'exploitation, dont le niveau est fonction des volumes et des prix des produits distribués.

Le Groupe n'a pas de politique spécifique de gestion du BFR[24].

Les variations saisonnières du BFR observées au cours de l'année demeurent relativement limitées.

Au 30 juin 2026, le niveau du BFR s'explique par la hausse des cours des produits pétroliers observée à compter de mars 2026, dans un contexte de tensions au Moyen-Orient.

2.4.2.5. Impôts différés

Les impôts différés s'élèvent à un montant net passif de (34,6) M€ au 30 juin 2026 (*versus* (37,5) M€ au 31 décembre 2025) :

- les impôts différés actif (IDA) incluent notamment les impôts différés relatifs aux reports déficitaires ;
- les impôts différés passif (IDP) proviennent principalement des différences relatives aux immobilisations et amortissements.

2.4.2.6. Endettement financier net

Les dettes financières au 30 juin 2026 correspondent à des emprunts auprès des établissements de crédit (1.799,9 M€), des concours bancaires (183,7 M€), des autres dettes financières[25] (118,2 M€) et des comptes courants (20,0 M€).

Le Groupe utilise des instruments financiers de couverture afin de limiter l'incidence des variations de taux d'intérêt, de change et de prix des produits pétroliers sur l'activité ; le montant net actif des instruments financiers ressort à 39,2 M€ au 30 juin 2026.

Après prise en compte de la trésorerie et des équivalents de trésorerie (639,5 M€), l'endettement financier net comptable s'élève à 1.443,2 M€ au 30 juin 2026 (*versus* 1.143,0 M€ au 31 décembre 2025).

[24] Le Groupe recourt par ailleurs à des programmes de cession de créances et d'affacturage. Au 30 juin 2026, la valeur nette des créances cédées et déconsolidées s'élève à 36,3 M€, la quasi-totalité des risques et avantages afférents ayant été transférée.
[25] Les autres dettes financières comprennent notamment les sommes dues au titre de programmes de *supply-chain factoring*. Au 30 juin 2026, les montants correspondants s'élèvent à environ 58,4 M€.

2.4.2.7. Droits d'utilisation IFRS 16 et dettes de loyers

Les droits d'utilisation IFRS 16, d'un montant de 298,9 M€ au 30 juin 2026 (*versus* 266,6 M€ au 31 décembre 2025), portent principalement sur des contrats de location pour des terrains et constructions (199,8 M€), du matériel de transport (52,7 M€) et des installations techniques, matériel et outillage (46,0 M€).

En regard, la dette de loyers s'établit à 314,9 M€ (*versus* 280,7 M€ au 31 décembre 2025).

2.4.2.8. Autres actifs et passifs courants et non courants

Les autres actifs et passifs courants et non courants, qui se soldent par une créance nette de 176,0 M€ au 30 juin 2026 (*versus* 103,3 M€ au 31 décembre 2025), regroupent principalement[26] :

- à l'actif :
  - les créances au titre de la deuxième tranche (91,4 M€) et de la troisième tranche (91,0 M€) du prix de cession de la participation dans Rubis Terminal[27] ;
  - les créances liées à la structure des prix réglementés au Kenya (14,9 M€) ; et
  - l'amende relative à la sanction[28] de l'Autorité de la Concurrence (64,0 M€), qui fait l'objet d'une procédure d'appel ;
- au passif :
  - l'option de rachat sur Photosol (78,0 M€)[29].

2.4.2.9. Actifs financiers non courants

Les actifs financiers non courants et courants, d'un montant de 34,7 M€ au 30 juin 2026 (*versus* 36,1 M€ au 31 décembre 2025), sont constitués :

- de titres de participation[30] (12,8 M€) ;
- de créances rattachées à des participations[31] (13,6 M€) ; et
- de prêts, dépôts et cautionnements de Photosol (8,3 M€).

---

[26] Le solde correspond à d'autres actifs courants (18,2 M€), des dettes sur acquisitions d'immobilisations (14,6 M€) et d'autres passifs non courants (10,9 M€).

[27] Le 16 octobre 2024, Rubis a finalisé la cession de sa participation de 55% dans Rubis Terminal (devenue Tepsa) à I Squared Capital, pour un prix de 384 M€. Après un premier versement de 124 M€ en 2024 et un second de 86 M€ en 2025, le solde de 173 M€, hors intérêts, doit être perçu en deux versements égaux en 2026 et 2027. La créance résiduelle bénéficie d'une garantie reçue à due concurrence (172,8 M€) au 31 décembre 2025. Les montants comptabilisés au bilan au 30 juin 2026 incluent les intérêts courus.

[28] À la suite de plusieurs années de procédure, l'Autorité de la Concurrence a sanctionné, courant novembre 2025, plusieurs acteurs du secteur de l'approvisionnement, du stockage et de la distribution de carburants en Corse pour entente anticoncurrentielle entre 2016 et 2022. En février 2026, le Groupe a fait appel de cette décision.

[29] Dans le cadre de l'acquisition de Photosol, le Groupe a comptabilisé une option de rachat des participations ne donnant pas le contrôle en autres passifs à long terme, pour un montant de 78 M€ au 30 juin 2026, en contrepartie d'une diminution des intérêts minoritaires et des capitaux propres part du Groupe pour la part excédentaire.

[30] Les titres de participation comprennent principalement la participation de 17,2 % détenue dans HDF Energy, souscrite en 2021 pour 78,6 M€ et évaluée à la juste valeur sur la base de son cours de bourse, ainsi que des participations minoritaires détenues par Sara et Rubis Antilles Guyane. Au 30 juin 2026, les dépréciations cumulées relatives à HDF Energy s'élèvent à 70,0 M€

[31] Les créances rattachées aux participations correspondent principalement à des avances consenties à des GIE ou entreprises communes.

2.4.2.10. Participations dans les entreprises associées

Les participations dans les entreprises associées et les coentreprises, qui s'établissent à 24,5 M€ au 30 juin 2026 (*versus* 25,6 M€ au 31 décembre 2025), correspondent principalement à la participation non consolidée de 20% du capital de la société *Companhia Logística de Combustíveis.*

2.4.2.11. Provisions

Les provisions, d'un montant de 328,0 M€ au 30 juin 2026 (*versus* 299,5 M€ au 31 décembre 2025), comprennent :

- les provisions liées au personnel (49,8 M€) ;
- les autres provisions non courantes (278,3 M€), qui recouvrent les provisions pour risques et charges[32] (215,9 M€) et les provisions pour démantèlement et dépollution[33] (62,4 M€).

2.4.2.12. Consignations d'emballages

Les consignations d'emballages, d'un montant de 160,7 M€[34] au 30 juin 2026 (*versus* 155,2 M€ au 31 décembre 2025), figurent à leur valeur de remboursement. Le Groupe dispose librement de la trésorerie correspondante.

Bien que remboursables à la demande et sans échéance contractuelle, ces consignations présentent un faible taux de rotation historique.

2.4.2.13. Intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires, d'un montant de 121,2 M€ au 30 juin 2026 (*versus* 115,0 M€ au 31 décembre 2025), concernent principalement les sociétés Photosol, Sara et Easigas.

[32] Les provisions pour risques et charges comprennent notamment 181 M€ au titre des obligations relatives aux certificats d'économie d'énergie. Ces obligations sont provisionnées au cours de la période triennale de collecte ; parallèlement, les certificats acquis sont comptabilisés en stocks, lesquels sont consommés lors de la reprise des provisions à l'issue de la période.
[33] La valeur actuelle des coûts futurs de démantèlement et de dépollution est incorporée au coût des installations correspondantes.
[34] Dont 146,3 M€ de consignations de bouteilles et 14,4 M€ de consignations de citernes.

3. Évaluation Multicritère

Afin de déterminer le dénominateur du Rapport d'échange en intégrant les perspectives à long terme du Groupe reflétées dans la valorisation des Droits (§ 4 à § 8), nous avons mis en œuvre une Évaluation Multicritère du Groupe dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- la méthodologie de valorisation (§ 3.1) ;
- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 3.2) ;
- les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.3) ;
- les méthodes d'évaluation retenues (§ 3.4 à § 3.8) ;
- la synthèse de l'Évaluation Multicritère (§ 3.9).

3.1. Méthodologie

Le Groupe exerce ses activités au travers de deux branches opérationnelles distinctes (§ 2.3), tandis que Rubis, en tant que société mère du Groupe, n'a qu'une activité de holding (la « **Holding** »).

Cette organisation, caractérisée par des profils économiques et des perspectives de développement différenciés selon les branches opérationnelles, conduit à privilégier une évaluation en somme des parties (*Sum-of-the-Parts* ou « **SOTP** ») qui consiste à évaluer séparément chaque activité du Groupe en fonction de ses caractéristiques, afin de refléter plus précisément leur valeur en adoptant pour chacune les méthodes et les paramètres d'évaluation les plus appropriés.

Nous avons préalablement évalué séparément les deux branches opérationnelles :

- la Distribution d'Énergies, exploitée par Rubis Énergie, dont la valorisation repose sur la capacité de génération de flux de trésorerie récurrents ; et
- la Production d'Électricité Renouvelable, exploitée par Rubis Photosol, qui se caractérise par le développement de projets, des besoins d'investissements significatifs et des horizons de génération de flux de trésorerie à long terme.

Nous avons ajouté à l'évaluation de ces deux branches la contribution négative de la Holding, qui supporte les coûts centraux notamment liés à la gouvernance du Groupe.

En dernier lieu, nous avons agrégé les Valeurs d'Entreprise ainsi obtenues, puis déduit l'endettement financier net consolidé (§ 3.2.5) afin de déterminer la valeur des fonds propres du Groupe.

3.2. Données structurant l'Évaluation Multicritère de l'Action

3.2.1. Référentiel comptable

Rubis établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés et les comptes annuels de Rubis au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2025 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

Les comptes consolidés de Rubis au titre du premier semestre 2026 ont fait l'objet d'un rapport des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle, qui n'a pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels consolidés condensés avec la norme IAS 34, norme du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne relative à l'information financière intermédiaire.

3.2.2. Date et paramètres d'évaluation

L'Évaluation Multicritère de l'Action est réalisée à la date d'émission du Rapport.

Les comptes consolidés au titre du premier semestre 2026, qui sont les derniers comptes consolidés publiés à ce jour, servent de référence aux données financières historiques que nous avons utilisées, notamment pour déterminer le montant de l'endettement financier net (§ 3.2.5).

La date de référence retenue pour l'analyse du cours de bourse est le 30 septembre 2026 (la « **Date de Référence** »).

Les paramètres financiers tels que le taux d'actualisation et les multiples boursiers ont été déterminés en fonction des données de marché à la Date de Référence.

3.2.3. Nombre d'Actions

Le nombre total d'Actions sur une base diluée, qui s'établit à 103.865.903 Actions au 30 juin 2026, s'analyse comme suit, en tenant compte des actions auto-détenues ainsi que de l'exercice des plans d'attribution gratuite d'Actions et des plans d'options de souscription d'Actions :

Nombre d'Actions dilué

	juin-26
Actions émises au 30 juin 2026	103 409 174
Actions autodétenues	(53 044)
Plan d'Actions gratuites 2025	505 200
Plan de souscription d'Actions 2020	4 573
Nombre total d'Actions dilué	103 865 903

Source : Société

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

Afin de nous positionner pré-IFRS 16, nous avons intégré l'incidence des charges de loyers du Groupe dans la modélisation des flux prévisionnels de trésorerie en valorisation intrinsèque (§ 3.6.1 et § 3.7.1).

Pour la valorisation analogique par les comparables boursiers (§ 3.6.2 et § 3.7.2), nous avons déterminé des multiples d'EBITDA pré-IFRS.

3.2.5. Endettement financier net

L'Évaluation Multicritère intègre, dans le passage de la valeur d'entreprise (la « **Valeur d'Entreprise** » ou « **VE** ») à la valeur des fonds propres du Groupe, l'endettement net comptable, d'un montant de 1.443,2 M€ (§ 2.4.2.6) ajusté :

- des autres actifs et passifs courants et non courants : 176,0 M€ (§ 2.4.2.8) ;
- de l'ajustement du BFR de Rubis Énergie ressortant de l'écart entre le BFR au 30 juin 2026 et le BFR mensuel moyen du Groupe observé au 30 juin 2026 sur les quatre derniers trimestres : 92,1 M€ ;
- des actifs financiers minorés des dépôts de garantie liés aux baux, à des comptes de réserve de maintenance bloqués et à des dépôts requis pour soumissionner à des projets : 26,4 M€ ;
- des participations dans les entreprises associées et les coentreprises : 24,5 M€ (§ 2.4.2.10) ;
- des provisions nettes des impôts différés actif : 313,4 M€ (§ 2.4.11) ;
- des intérêts minoritaires réévalués : 240,4 M€[35] ;
- des consignations d'emballages : 160,7 M€ (§ 2.4.2.12) ;
- des créances commerciales cédées et déconsolidées : 36,3 M€[36].

Il en ressort un endettement financier net de 1.874,9 M€ au 30 juin 2026.

Endettement financier net

M€	juin-26
Endettement net comptable	**(1 443,2)**
Autres actifs et passifs courants et non courants	176,0
Ajustement du BFR	92,1
Actifs financiers non courants et courants	26,4
Participations dans les entreprises associées	24,5
Provisions nettes d'IDA	(313,4)
Intérêts minoritaires	(240,4)
Consignes d'emballages	(160,7)
Affacturage déconsolidant	(36,3)
Endettement financier net (hors IFRS 16)	**(1 874,9)**

Source: Société, analyses Ledouble

[35] Les intérêts minoritaires relatifs à Sara, Easigas et Photosol ont été déterminés sur la base des valeurs issues de nos travaux d'évaluation et des pourcentages de détention du Groupe, les autres intérêts minoritaires étant maintenus à leur valeur comptable.

[36] Dans le cadre des programmes de cession de créances sans recours, les créances sont décomptabilisées lorsque le Groupe a transféré la quasi-totalité des risques et avantages qui leur sont attachés. Pour les besoins de notre évaluation, nous assimilons le montant de créances déconsolidées à un financement.

3.3. Méthodes d'évaluation écartées

3.3.1. Actif net comptable

Nous n'avons pas retenu la valorisation par l'actif net comptable consolidé (« **ANC** ») qui ne permet pas de refléter la valeur du Groupe.

À titre d'information, l'ANC s'établit à 2.829,4 M€ au 30 juin 2026 (§ 2.4.2).

3.3.2. Actualisation des dividendes

L'actualisation des dividendes (*Dividend Discount Model* ou « **DDM** ») n'a pas été retenue en tant que méthode d'évaluation en l'absence de politique définie et prévisionnelle de distribution de dividendes annoncée au marché.

Nous avons en revanche mis en œuvre une évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes.

3.3.3. Valorisation analogique par les transactions comparables

La méthode d'évaluation analogique *via* les transactions externes ne nous est pas apparue pertinente, dans la mesure où nous n'avons pas identifié de transactions de référence récentes impliquant des cibles pouvant être valablement comparées au Groupe.

3.4. Méthodes d'évaluation retenues

L'Évaluation Multicritère du Groupe repose sur la mise en œuvre de méthodes adaptées aux caractéristiques de chacune des activités du Groupe :

- les références boursières incluant une analyse des cours historiques de l'Action et des objectifs de cours publiés par les analystes financiers (§ 3.5) ;
- une évaluation intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels de Rubis Énergie (§ 3.6.1) et des coûts centraux de Rubis SCA (§ 3.8) et par actualisation des flux revenant aux actionnaires pour Rubis Photosol (§ 3.7.1) ;
- une évaluation analogique par référence aux multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables cotées pour Rubis Énergie (§ 3.6.2) et pour Rubis Photosol (§ 3.7.2).

3.5. Références boursières

La valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique (§ 3.5.1) et des objectifs de cours (§ 3.5.2).

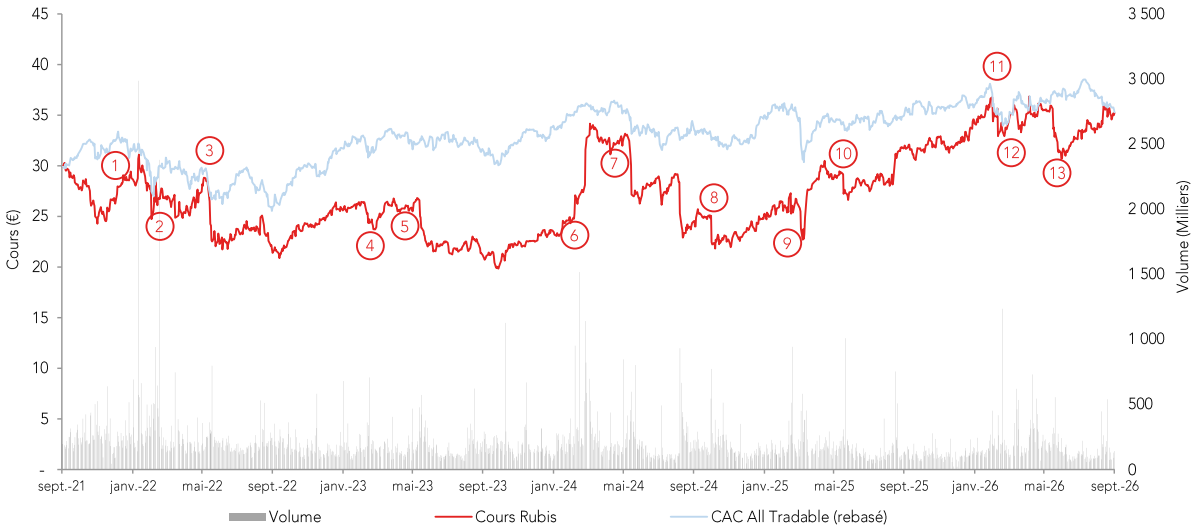
Nous avons également analysé la décote afférente à la structure juridique de SCA de Rubis (§ 3.5.3).

3.5.1. Analyse du cours de bourse

Introduite en bourse en 1995 sur le second marché de la Bourse de Paris, Rubis a rejoint le compartiment A d'Euronext Paris en 2010.

L'évolution du cours de l'Action, comparée à celle de l'indice CAC All Tradable[37], sur les cinq dernières années précédant la Date de Référence est la suivante.

Analyse du cours de bourse de l'Action au cours des cinq dernières années



Source : Bloomberg

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

- une sous-performance du titre Rubis par rapport au CAC All Tradable sur l'ensemble de la période d'observation ;
- un repli marqué de l'Action entre 2021 et 2023 dans un contexte de transformation du profil du Groupe liée à l'acquisition de Photosol en avril 2022, qui s'est accompagnée d'une hausse significative de son niveau d'endettement ;
- une appréciation de l'Action à compter de 2024, dans un contexte marqué par :
  - la publication des résultats de l'exercice 2023 ;
  - la cession de Rubis Terminal, dont une partie du produit a été redistribuée aux Actionnaires sous la forme d'un acompte exceptionnel sur dividende ;
  - la présentation des perspectives de développement de Photosol ; et
  - l'entrée de Vincent Bolloré et Patrick Molis[38] au capital de Rubis en mars 2024 ;
- la poursuite de la progression du cours à compter de 2025, dans un contexte caractérisé par l'amélioration des performances opérationnelles du Groupe, la réduction de son endettement financier et la formalisation d'engagements relatifs à l'évolution de sa gouvernance.

[37] Rebasé sur le cours de l'Action.
[38] *Via* le concert de la famille Molis et la Compagnie nationale de navigation.

Nous avons recensé les principaux événements intervenus au sein du Groupe sur les cinq dernières années précédant la Date de Référence, et les avons positionnés, ci-avant, sur le graphe de l'évolution du cours de bourse de l'Action.

Évènements marquants

	Date	Évènements
1.	17-déc-21	Annonce de l'acquisition de Photosol.
2.	10-mars-22	Publication des résultats annuels 2021 : ROC de 392 M€ (+7%) et résultat net ajusté de 288 M€ (+16%).
3.	14-juin-22	Détachement du dividende de 1,86 € par Action.
4.	16-mars-23	Publication des résultats annuels 2022 : ROC de 509 M€ (+30%) et résultat net ajusté de 317 M€ (+10%).
5.	13-juin-23	Détachement du dividende de 1,92 € par Action.
6.	07-mars-24	Publication des résultats annuels 2023 : ROC de 621 M€ (+22%) et résultat net ajusté de 342 M€ (+8%).
7.	14-juin-24	Détachement d'un dividende de 1,98 € par Action.
8.	06-nov-24	Détachement de l'acompte exceptionnel sur dividende de 0,75 € par Action lié à la cession de la participation de 55% dans Rubis Terminal.
9.	12-mars-25	Publication des résultats annuels 2024 : ROC de 504 M€ (-18,9%) et résultat net ajusté de 353 M€ (+3,1%).
10.	17-juin-25	Détachement du dividende de 2,03 € par Action.
11.	28-févr-26	Déclenchement d'une offensive militaire conjointe des États-Unis et d'Israël contre l'Iran.
12.	12-mars-26	Publication des résultats annuels 2025 : ROC de 487 M€ (-3,4%) et résultat net ajusté de 321 M€ (-8,8%).
13	16-juin-26	Détachement du dividende de 2,07 € par Action.

Source : Société

Les cours moyens pondérés par les volumes (« CMPV ») de l'Action à la Date de Référence sont les suivants.

CMPV de l'Action

€	30-sept.-26
Spot (clôture)	35,2
20 séances	35,1
60 séances	34,1
120 séances	34,3
180 séances	34,4
250 séances	33,9
12 mois	33,9
Plus bas 12 mois	30,6
Plus haut 12 mois	36,8

Source : Bloomberg

Il ressort de l'analyse boursière que l'Action a évolué dans une fourchette de cours de **30,6 €** à **36,8 €** durant les 12 derniers mois. Le cours de bourse est susceptible d'être affecté d'une décote liée aux effets de la structure juridique actuelle de Rubis (§ 3.5.3).

Les volumes de titres échangés au cours des 12 derniers mois représentent environ 61,4%[39] du flottant illustrant la bonne liquidité du titre.

Rotation de l'Action

	30-sept.-26
Volume échangé 12 mois	41 599 039
Flottant	67 796 135
Rotation du flottant (%)	61,4%

Source : Bloomberg, Analyses Ledouble

[39] Rotation déterminée en rapportant le nombre de titres échangés au cours des 12 derniers mois sur le nombre de titres composant le flottant.

3.5.2. Analyse des objectifs de cours

Nous avons recensé, ci-après, sur la période la plus récente, les cours cibles publiés par les analystes suivant Rubis.

Cours cibles des analystes

En €	Date	Cours cible
ID MidCaps	11-sept.-26	39,0 €
Edison Investment Research	11-sept.-26	45,2 €
CIC CIB	10-sept.-26	49,0 €
Portzamparc	9-sept.-26	44,3 €
Oddo BHF	9-sept.-26	40,0 €
Bernstein	8-sept.-26	38,7 €
BNP Paribas Exane	8-sept.-26	36,0 €
Moyenne		**41,7 €**
Médiane		**40,0 €**
Min.		**36,0 €**
Max.		**49,0 €**

Source : Bloomberg

Au 30 septembre 2026, les objectifs de cours s'inscrivent dans une fourchette comprise entre **36,0 €** et **49,0 €,** avec une moyenne de **41,7 €**[40].

Les objectifs de cours des analystes financiers peuvent intégrer une décote associée aux spécificités de la gouvernance de Rubis (§ 3.5.3).

3.5.3. Analyse de la Décote SCA

3.5.3.1. Fondements de l'existence d'une décote de SCA

La structure légale de commandite peut être à l'origine d'une décote de la valeur de l'Action (la « **Décote SCA** ») qui est représentative de la perte de valeur économique associée à la limitation du pouvoir des Commanditaires sur la gestion de la Société.

En renonçant au contrôle du Groupe et en écartant toute possibilité d'offre publique d'achat, les Actionnaires subissent en effet une pression sur la valeur de leurs titres.

Dans leur appréciation de la valeur du Groupe, les analystes financiers tiennent compte de l'ensemble de ses caractéristiques, comprenant les contraintes spécifiques inhérentes à la forme juridique de SCA ; certains analystes déclarent appliquer une décote.

Suite à la Transformation conduisant à la disparition de la limitation des droits des Actionnaires, ceux-ci pourraient s'attendre à bénéficier de l'annulation de la Décote SCA qui vient minorer le cours actuel de l'Action.

Dès lors, la contrepartie financière de la perte du statut de Commandité par l'effet de la Transformation peut notamment être appréciée du point de vue du Commanditaire par

[40] L'objectif de cours de 33,0 € retenu par Kepler Cheuvreux dans sa note du 13 avril 2026 n'a pas été pris en compte dans notre analyse. Nous comprenons que Kepler aurait établi une nouvelle note en date du 8 septembre 2026 confirmant sa position antérieure. Nous l'avons exclue compte tenu de son niveau en retrait marqué par rapport au cours de bourse de l'Action et à l'ensemble des analyses de valorisation du Groupe.

l'estimation de la correction de la valeur des Actions à laquelle les Actionnaires peuvent s'attendre.

Nous précisons que l'évolution du cours de bourse d'une société dépend de nombreux facteurs[41]. En conséquence, l'effet de l'annulation de la Décote SCA ne s'observera pas automatiquement sur l'évolution du cours de l'Action postérieurement à la Transformation[42].

Pour apprécier la Décote SCA, nous avons recensé le niveau de la décote prise en compte par les analystes financiers dans leur construction du cours cible de l'Action.

3.5.3.2. Décote SCA prise en compte par les analystes financiers

De manière générale, les analystes financiers fondent leurs cours cibles de l'Action sur une évaluation multicritère, combinant des valorisations intrinsèque et analogique des deux activités du Groupe selon une approche SOTP, diminuée de l'endettement net comptable du Groupe.

Sur la période 2021 à 2026, nous observons que :

- peu d'analystes mentionnent une décote liée à la structure de SCA de la Société, même s'ils soulignent son statut juridique[43] ;
- lorsque l'information est disponible, les analystes appliquent une Décote SCA en diminution de la valeur des fonds propres pour déterminer le cours cible de l'Action ;
- la Décote de SCA a progressivement diminué jusqu'à remonter à environ 8% en 2025 et 2026, dans un contexte marqué notamment par l'entrée de Vincent Bolloré et Patrick Molis au capital de Rubis en mars 2024.

Au vu de l'information disponible, qui ne permet pas d'analyser exhaustivement les pratiques des analystes financiers, nous estimons néanmoins que les cours cibles peuvent intégrer une décote au titre de la structure de SCA de la Société pouvant être quantifiée à environ **8%** (*versus* 10% avant l'entrée au capital des nouveaux actionnaires en 2024).

Décote SCA moyenne des analystes	
%	
2021	10,0%
2022	10,0%
2023	10,0%
2024	0,0%
2025	7,9%
2026	7,9%
Moyenne 2025-2026	**7,9%**

En conséquence, le cours de l'Action et les objectifs de cours des analystes financiers ont été majorés de 8% pour le calcul du Rapport d'échange (§ 3.9).[44]

[41] Facteurs tels que l'environnement économique et politique, les taux d'intérêt, les anticipations des performances de la société.
[42] Dès lors, notre responsabilité ne saurait donc être engagée si un Actionnaire souhaitait se prévaloir d'un écart qu'il constaterait postérieurement à la Transformation entre notre estimation de la Décote SCA et la variation du cours de l'Action.
[43] Seule l'analyse menée dans les notes d'Oddo BHF permet de mettre en évidence une évolution de la Décote SCA dans le temps. En 2025 et 2026, deux analystes supplémentaires, ID Midcaps et Bernstein, mentionnent une Décote SCA dans leurs notes.
[44] Cette correction vient minorer le Rapport d'Échange à l'avantage des Commanditaires.

3.5.3.3. *Décote SCA appréciée par le marché*

Nous avons estimé la décote induite par le rapport entre le cours de bourse et les objectifs de cours de l'Action en comparant le cours de l'Action et :

- le cours cible des analystes ou *Target Price* (le « **Target Price** » ou « **TP** »), qui oscille en moyenne entre **33,6 €** et **48,4 €** sur la période d'observation de 2020 à 2026 ; et
- le cours cible des analystes ou *Target* intégrant la Décote SCA moyenne annuelle[45] (le « **Target Price hors Décote SCA** »).

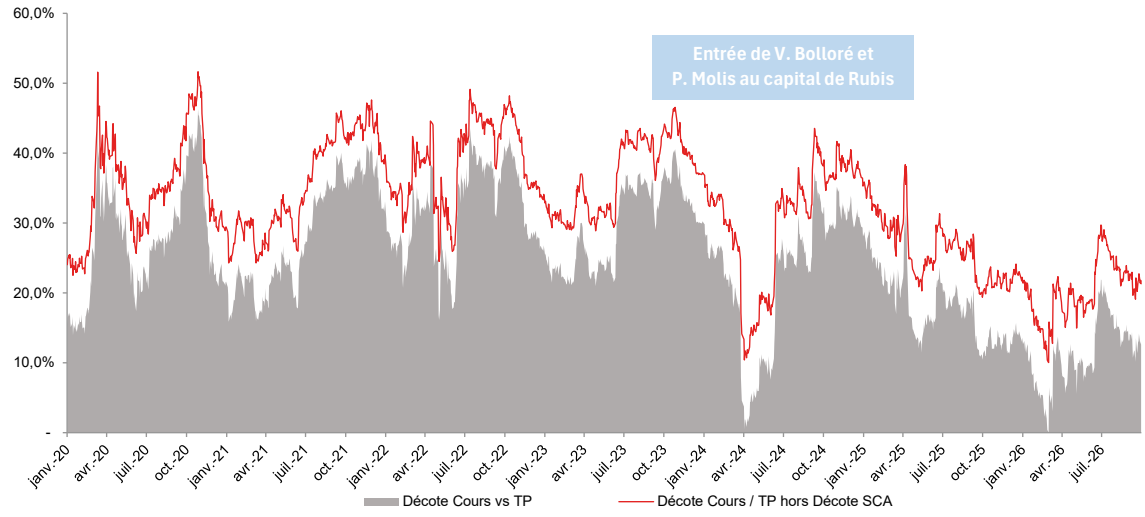
Synthèse

En €	Cours de bourse	Target Price	Target Price hors Décote SCA
2020	41,4	57,0	63,3
2021	34,7	**48,4**	**53,7**
2022	25,1	36,8	40,9
2023	23,6	**33,6**	**37,3**
2024	26,7	34,7	38,6
2025	28,6	34,7	38,6
2026	34,1	38,5	42,8

Sur la période d'observation et bien que l'écart entre le cours de bourse et les TP provienne de nombreux facteurs indépendamment de la Décote de SCA, nous relevons :

- une réduction de la décote induite par le rapport entre le cours de bourse et les objectifs de cours de l'Action, qui passe d'environ 30% en moyenne sur la période 2020-2023 à 11% en 2026 ;
- une évolution comparable de cette décote par rapport au Target Price hors Décote SCA.

Évolution de la décote du cours de bourse



[45] La Décote de SCA appliquée correspond forfaitairement à la moyenne de 7,9% (§ 3.5.3.2).

3.6. Valorisation de Rubis Énergie

Les activités de Distribution d'Énergies de Rubis Énergie ont été évaluées selon les méthodes suivantes :

- évaluation intrinsèque par les flux de trésorerie prévisionnels actualisés (*Discounted Cash Flow* ou « **DCF** ») ; et
- évaluation analogique par les comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »).

3.6.1. Valorisation intrinsèque (DCF)

3.6.1.1. Principes méthodologiques

La méthode d'évaluation intrinsèque DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

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

La valeur de l'actif économique (ou Valeur d'Entreprise) correspond au cumul de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie sur la période explicite de prévisions et de la valeur terminale actualisée.

3.6.1.2. Taux d'actualisation

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

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

- un taux sans risque de **4,1%** correspondant à la moyenne historique 3 mois des OAT 10 ans[46] ;
- un beta de l'actif économique sur une période de 5 ans, égal à **0,56**[47] ;
- une prime de risque du marché français estimée à **5,1%**[48] ;
- une prime de risque spécifique pays, déterminée en fonction des pays, en dehors de la France, où le Groupe est implanté[49].

[46] Source : Investing.
[47] Le beta de l'actif économique a été estimé à partir d'un panel de sociétés présentes sur le secteur d'activité de Rubis Energie élargi par rapport aux Comparables Boursiers.
[48] Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. Le rendement attendu du marché français estimé à 9,2% à fin septembre 2026, sous déduction d'un taux sans risque de 4,1%, induit une prime de risque de 5,1%.
[49] La prime de risque par pays a été pondérée en fonction de la contribution de chaque pays à l'EBITDA de Rubis Énergie.

Le taux d'actualisation ainsi calculé est présenté en **Annexe 4**.

3.6.1.3. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle[50] en ligne avec les prévisions d'inflation à long terme[51] sur les zones d'implantation de Rubis Énergie[52].

3.6.1.4. Imposition

L'impôt sur les sociétés a été déterminé à partir des taux d'impôt en vigueur dans chacun des pays pondérés par leur contribution au résultat opérationnel du Groupe attendu sur la période des prévisions. Les taux d'imposition sont ainsi compris entre 21,5% et 22,3%.

3.6.1.5. Plan d'Affaires

Nous avons exploité le plan d'affaires établi par la Direction de Rubis Énergie, dont les projections couvrent la période 2026 à 2030 (le « **Plan d'Affaires** »)[53].

Le Plan d'Affaires, établi selon une approche *bottom-up* à partir des projections des différentes implantations de Rubis Énergie, ne tient pas compte d'opérations de croissance externe et intègre les évolutions réglementaires et législatives connues à la date à laquelle il est établi.

Il se traduit globalement par :

- une croissance organique des volumes distribués pour Retail & Marketing, portée par le développement des activités en Afrique et dans les Caraïbes, ainsi que par la montée en puissance de la plateforme bitume d'Anvers ;
- une croissance des volumes traités en Support & Services, portée par les activités de négoce et de transport maritime, tandis que les activités de raffinage et de stockage progressent à un rythme plus modéré ;
- une amélioration de la rentabilité, résultant en Retail & Marketing de la croissance des volumes, du mix géographique et de la dilution des coûts fixes, et en Support & Services de la progression des activités de négoce et de transport maritime ;
- une enveloppe d'investissements en hausse jusqu'en 2028, sous l'effet des investissements de croissance et d'infrastructure[54] ainsi que des projets de transition énergétique et de décarbonation, avant de revenir à un niveau normatif.

Malgré le caractère volontariste du Plan d'Affaires, nous n'avons intégré aucun risque d'exécution dans les paramètres d'évaluation[55].

---

[50] Annexe 4.
[51] Source : FMI, juillet 2026.
[52] Ces taux de croissance ont également été appréciés au regard des hypothèses retenues dans le cadre des tests de dépréciation menés dans le cadre de l'arrêté des comptes consolidés du Groupe.
[53] Le Plan d'Affaires du Groupe pour la période 2026-2030, qui présente distinctement les prévisions de Rubis Energie, de Rubis Photosol et de Rubis SCA, n'a pas été soumis à l'approbation du Conseil de Surveillance, cette approbation ne relevant pas de ses prérogatives.
[54] Principalement en Afrique du Sud et en Afrique sub-saharienne.
[55] Ce qui a pour effet d'accroitre la valeur du Groupe et donc de réduire le Rapport d'Échange.

3.6.1.6. Construction de la valeur terminale

Nous avons analysé les trajectoires du Plan d'Affaires au regard des performances historiques de Rubis Énergie et des principaux facteurs sous-jacents aux projections. Sur cette base, et à partir des hypothèses discutées avec la Direction, nous avons déterminé un flux de trésorerie normatif pour le calcul de la valeur terminale.

La valeur terminale calculée à l'issue de la période de prévisions résulte ainsi de la capitalisation au taux d'actualisation, minoré du taux de croissance perpétuelle, puis de l'actualisation à ce même taux d'un flux de trésorerie d'exploitation fiscalisé considéré comme récurrent.

3.6.1.7. Synthèse de la Valeur d'Entreprise

Conformément à la pratique en matière d'évaluation, nous avons mené des analyses de sensibilité de la Valeur d'Entreprise de Rubis Énergie à la variation combinée des taux d'actualisation et des taux de croissance.

3.6.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de Rubis Énergie par référence aux multiples de rentabilité d'un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers Rubis Énergie** »).

3.6.2.1. Composition du panel de Comparables Boursiers Rubis Energie

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Rubis Énergie, réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes de taille, de mix d'activités et de zones d'implantation, l'exposition du Groupe aux Caraïbes et à l'Afrique constituant à cet égard une spécificité.

Nous avons toutefois constitué un panel composé de deux acteurs cotés Outre-Atlantique intervenant sur le marché de la distribution de produits pétroliers et de gaz de pétrole liquéfiés[56].

Notre présentation des Comparables Boursiers Rubis Énergie, ainsi que nos critères de sélection pour la constitution du panel, figurent en **Annexe 1**.

Nous présentons, ci-après, les capitalisations boursières[57] des Comparables Boursiers Rubis Énergie.

Capitalisation boursière des Comparables Boursiers Rubis Energie (M€)

Société	Pays	Capitalisation Boursière
Sunoco LP	États-Unis	13 243
UGI Corporation	États-Unis	6 843
Moyenne		**10 043**

Source : Bloomberg

[56] Nous avons écarté de notre échantillon de Comparables Boursiers la société DCC, qui a fait l'objet d'une offre publique d'achat initiée par le fonds KKR en avril 2026, dont le prix a été relevé en juin puis en juillet 2026, avant l'approbation de l'offre en septembre 2026.
[57] En moyenne 3 mois.

3.6.2.2. Modalités de calcul des multiples de Valeur d'Entreprise

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser Rubis Énergie selon le seul critère de volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation, ce d'autant que le chiffre d'affaires des sociétés du secteur intègre mécaniquement les variations des cours des produits pétroliers ;
- de résultat d'exploitation (EBIT), du fait des différentes politiques d'amortissement et de dépréciation ; et
- de résultat net (PER), qui conduisent à des estimations biaisées du fait notamment des écarts de structure financière.

Ainsi, nous avons retenu les multiples d'EBITDA pré-IFRS 16 pour les années 2027 et 2028, qui ont été appliqués aux agrégats du Plan d'Affaires.

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

- à leur capitalisation boursière moyenne des trois derniers mois ;
- à la dernière dette financière nette publiée[58], s'intercalant entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ; et
- aux estimations d'EBITDA issues des consensus d'analystes pour les années 2027 et 2028.

Les multiples VE/EBITDA des Comparables Boursiers Rubis Énergie sont les suivants :

Multiples des Comparables Boursiers Rubis Energie

	VE/EBITDA	
Société	2027	2028
Sunoco LP	7,1x	6,7x
UGI Corporation	7,6x	7,2x
Moyenne	7,4x	7,0x

Source : Bloomberg

3.6.2.3. Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers Rubis Énergie

L'examen du profil des Comparables Boursiers Rubis Énergie et de leurs multiples de Valeur d'Entreprise fait ressortir les éléments suivants :

- Sunoco se distingue par une taille sensiblement supérieure à celle des autres sociétés de l'échantillon ;
- les marges d'EBITDA présentent une forte dispersion reflétant notamment des mix d'activités différents, entre distribution et négoce de produits énergétiques, activités régulées et infrastructures ;

[58] Nous avons également ajusté l'endettement financier net des Comparables Boursiers Rubis Énergie de l'écart entre le BFR constaté à la date de clôture, retenu pour le calcul de leur dette financière nette, et le BFR trimestriel moyen des douze mois précédents, afin de neutraliser les effets liés aux variations ponctuelles du BFR à la clôture.

- la croissance prévisionnelle du chiffre d'affaires demeure globalement modérée, à l'exception de Sunoco[59], dont les projections intègrent l'effet de plusieurs acquisitions récentes.

Nous avons estimé la Valeur d'Entreprise de Rubis Énergie en considérant les multiples VE/EBITDA moyens compris entre 7,0x et 7,4x.

3.7. Valorisation de Rubis Photosol

Les activités de Production d'Électricité Renouvelable de Rubis Photosol ont été évaluées selon les méthodes suivantes :

- évaluation intrinsèque par les flux de trésorerie prévisionnels actualisés revenant aux actionnaires (*Discounted Cash Flow to Equity* ou « **DCFE** ») ; et
- évaluation analogique par les Comparables Boursiers.

3.7.1. Valorisation intrinsèque (DCFE)

3.7.1.1. Principes méthodologiques

La méthode d'évaluation intrinsèque DCFE consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une entreprise à partir des flux de trésorerie prévisionnels revenant aux actionnaires, après prise en compte des besoins liés à l'exploitation, des investissements et des flux de financement[60]. Ces flux sont actualisés à un taux correspondant au coût des fonds propres, représentatif du rendement attendu par les actionnaires compte tenu du risque associé à leur investissement.

Au cas d'espèce en l'absence de valeur terminale (§ 3.7.1.2), la valeur obtenue correspond directement à celle des fonds propres, l'endettement financier net étant pris en compte dans la détermination des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires.

3.7.1.2. Modélisation

Photosol exerce ses activités selon un modèle de financement de projet, caractérisé par un cycle de développement, de construction et de mise en exploitation des installations (§ 3.1).

Dans ce contexte, Photosol a élaboré un modèle de valorisation de ses activités (le « **Modèle** »), reposant sur la méthode DCFE.

Le Modèle repose sur des projections de flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires couvrant la période 2026-2074, sans valeur terminale. Les plans d'affaires sont établis en approche de trésorerie (*cash basis*), intégrant notamment les décaissements liés aux coûts de développement et de construction des installations, ainsi que les flux de financement des différents projets.

[59] Sur les années 2026 et 2027.
[60] Notamment les intérêts versés, les tirages et les remboursements d'emprunts.

La valorisation s'analyse en SOTP distinguant trois composantes :

- les actifs de production d'électricité photovoltaïque (le « **Ground** »)[61] ;
- les actifs de stockage d'électricité par batteries ; et
- les entités de détention et d'exploitation qui supportent les coûts de développement et les frais de structure, principalement financés par leur refacturation aux entités opérationnelles.

3.7.1.3. Hypothèses structurantes du Modèle

Les flux de trésorerie prévisionnels du Modèle sont établis à partir d'hypothèses techniques, économiques et financières portant principalement sur :

- les prix de vente de l'électricité, déterminés à partir des projections établies par Aurora Energy Research, selon trois scénarios de marché : *Scenario Low*, *Scenario Central* et *Scenario High* ;
- les capacités installées en France et à l'international exprimées en Mégawatt (« **MW** ») intégrant les centrales en exploitation ainsi que le portefeuille de projets en développement ;
- les niveaux de production exprimés en Mégawatt-heure (« **MWh** »), estimés à partir de scénarios probabilisés tenant compte notamment des conditions d'ensoleillement et thermiques ;
- les paramètres économiques, incluant les hypothèses d'inflation propres aux différents pays d'implantation ;
- les taux d'actualisation différenciés selon les projets, notamment en fonction de leur stade d'avancement, de la technologie concernée et des risques associés.

Les principales projections des capacités installées et des projections du prix de l'électricité sont présentées en **Annexe 5** et **Annexe 6**.

3.7.1.4. Détermination de la valeur des fonds propres

Les taux d'actualisation applicables aux différents projets ont été déterminés, à la Date de Référence, à partir des paramètres suivants :

- un taux sans risque de **4,1%** correspondant à la moyenne historique 3 mois des OAT 10 ans[62] ;

[61] Les flux prévisionnels de cette composante sont construits selon trois catégories de projets :
- les projets individuels en phase « *Operating* », « *In construction* » et/ou « *Secured* », rattachés à des sociétés de projet pour lesquelles les flux sont déterminés à partir des caractéristiques propres à chaque projet et des accords contractuels applicables ;
- le pipeline existant, composé de projets en phase « *Pre-development* », « *Development* » et/ou « *Permit in filing* », dont les flux sont estimés à partir de projets standardisés et des capacités futures identifiées projet par projet, en tenant compte de probabilités de réalisation liées à leur stade de développement ;
- le pipeline futur, correspondant aux opportunités de développement estimées dans les pays identifiés, dont les flux sont construits à partir de capacités installées prévisionnelles et de probabilités de succès différenciées selon les pays.

[62] Source : Investing.

- un beta des capitaux propres de **0,77**[63] ;
- une prime de risque du marché français estimée à **5,1%**[64] .

À ces paramètres s'ajoutent, selon les caractéristiques des projets :

- une prime de risque spécifique, destinée à tenir compte des incertitudes associées aux différentes phases d'avancement des projets et des types de projets ;
- une prime de risque spécifique pays[65], déterminée en fonction des zones géographiques d'implantation en dehors de la France, sur lesquelles Rubis Photosol est présente[66].

Les taux d'actualisation différenciés sont déterminés à partir d'un taux de référence correspondant aux projets en phase d'exploitation situés en France.

Le détail des taux d'actualisation retenus selon les stades d'avancement, les zones géographiques et les typologies de projets est présenté en **Annexe 4**.

3.7.1.5. Détermination de la Valeur d'Entreprise

Sur la base des valeurs des fonds propres retenues, nous avons estimé la Valeur d'Entreprise de Rubis Photosol par l'ajout de la dette financière nette de Rubis Photosol au 30 juin 2026.

3.7.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de Rubis Photosol par référence aux multiples de capacités d'un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers Rubis Photosol** »).

3.7.2.1. Composition de l'échantillon de Comparables Boursiers Rubis Photosol

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

En considérant les critères de secteur d'activité et du stade d'avancement des projets, nous avons toutefois constitué un panel composé de deux acteurs cotés en Espagne intervenant principalement dans le développement de projets photovoltaïques.

Notre présentation des Comparables Boursiers Rubis Photosol, ainsi que nos critères de sélection pour la constitution du panel, figurent en **Annexe 2**.

---

[63] Le beta des capitaux propres a été estimé à partir d'un panel de sociétés présentes sur le secteur d'activité de Production d'Electricité Renouvelable qui a été élargi par rapport à la liste des Comparables Boursiers.
[64] Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 9,2%, qui, sous déduction du taux sans risque de 4,1%, induit une prime de risque de 5,1% (§ 3.6.1.2).
[65] Notre estimation des primes de risque pays intègre :
- une composante financière calculée à partir des *spreads* des *credit default swaps* (CDS) associés au *rating* souverain des pays concernés, et
- une composante politique basée sur un *scoring* publié par Bloomberg.

[66] La prime de risque par pays a été pondérée en fonction de la contribution de chaque pays à l'EBITDA cumulé sur l'ensemble de la période de projection du Modèle.

Nous présentons, ci-après, les capitalisations boursières[67] des Comparables Boursiers Rubis Photosol.

Capitalisation boursière des Comparables Boursiers Rubis Photosol (M€)

Société	Pays	Capitalisation Boursière
Grenergy Renovables	Espagne	2 685
Solaria Energía y Medio Ambiente	Espagne	2 301
Moyenne		**2 493**

Source : Bloomberg

3.7.2.2. Modalités de calcul des multiples de Valeur d'Entreprise

Dans la mise en œuvre de la valorisation de Rubis Photosol par la méthode des Comparables Boursiers, nous avons retenu les multiples de Valeur d'Entreprise (« **EV** ») rapportés aux capacités installées en exploitation et aux capacités futures (« **VE/MWc**[68] »).

Ce ratio appréhende l'horizon long terme des projets photovoltaïques et le décalage entre leur phase de développement et la génération de revenus[69].

Compte tenu du risque inhérent aux phases de développement des projets photovoltaïques, nous avons appliqué des décotes au pipeline de projets futurs.

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

- à leur capitalisation boursière moyenne des trois derniers mois ajustée de l'endettement financier net ;
- aux estimations des capacités issues des rapports financiers des Comparables Boursiers Rubis Photosol.

Les multiples de capacités moyens des Comparables Boursiers Rubis Photosol après décote sont les suivants :

Multiples de capacités - Comparables Boursiers Rubis Photosol

Société	x MWc Capacités installées	x MWc Capacités installées + 20% des capacités futures	x MWc Capacités installées + 25% des capacités futures
Grenergy Renovables	1,22x	0,82x	0,75x
Solaria Energia y Medio Ambiente	1,08x	1,08x	1,08x
Moyenne	**1,15x**	**0,95x**	**0,92x**

Nous avons estimé la Valeur d'Entreprise de Rubis Photosol en considérant les multiples EV/MWc moyens après décote compris entre 0,92x et 0,95x.

[67] En moyenne 3 mois.
[68] Le Megawatt-crête est l'unité de mesure de la puissance maximale théorique d'une installation solaire photovoltaïque dans des conditions d'essai idéales.
[69] Les indicateurs de rentabilité à court terme ne reflètent en effet pas pleinement la valeur du portefeuille de projets, notamment celle de sa composante en développement.

3.8. Valorisation de la Holding

Rubis exerce une activité de holding qui supporte les coûts liés aux fonctions centrales et à la gouvernance du Groupe.

Sa valorisation repose exclusivement sur la méthode d'évaluation intrinsèque par les flux de trésorerie prévisionnels actualisés.

3.8.1. Paramètres financiers

Nous avons retenu le taux d'actualisation de Rubis Énergie, après neutralisation de la prime de risque pays (§ 3.6.1.2), les coûts de Rubis SCA étant principalement liés à des fonctions centrales localisées en France.

La valeur terminale a été déterminée sur la base d'un taux de croissance perpétuelle de 2,0%, en ligne avec les prévisions d'inflation à long terme en France.

3.8.2. Plan d'Affaires

Les projections de la Holding reflètent l'évolution des coûts nécessaires au fonctionnement du Groupe, qui demeurent globalement stables sur la période.

3.8.3. Modélisation du DCF

Après analyse des agrégats prévisionnels de la Holding, nous avons déterminé un flux de trésorerie normatif représentatif du niveau récurrent des coûts de structure.

3.9. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

La Valeur d'Entreprise du Groupe résulte de l'agrégation de la Valeur d'Entreprise de :

- Rubis Énergie, appréciée successivement selon la méthode d'évaluation intrinsèque DCF (§ 3.6.1) et la méthode d'évaluation analogique par les Comparables Boursiers (§ 3.6.2) ;
- Rubis Photosol, déterminée selon la méthode d'évaluation intrinsèque DCFE (§ 3.7.1) et la méthode d'évaluation analogique par les Comparables Boursiers (§ 3.7.2) ; et
- la Holding, estimée selon la méthode d'évaluation intrinsèque DCF (§ 3.8).

Afin de déterminer la valeur des fonds propres de la Société, l'endettement financier net consolidé (§ 3.2.5) vient en déduction du cumul de ces Valeurs d'Entreprise.

Les valeurs de l'Action obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous.

Synthèse de l'Évaluation Multicritère

En €	Valeur de l'Action Avant correction de la Décote SCA			Valeur de l'Action Après correction de la Décote SCA		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Références boursières						
Spot au 30 septembre 2026		35,2 €			38,2 €	
20 séances		35,1 €			38,1 €	
60 séances		34,1 €			37,0 €	
120 séances		34,3 €			37,2 €	
180 séances		34,4 €			37,3 €	
250 séances		33,9 €			36,8 €	
12 mois		33,9 €			36,8 €	
Cours cible des analystes financiers - 30 septembre 2026	36,0 €	41,7 €	49,0 €	39,1 €	45,3 €	53,2 €
Approche intrinsèque						
DCF - Plan d'Affaires	46,0 €	48,5 €	51,2 €	46,0 €	48,5 €	51,2 €
Approche analogique						
Comparables Boursiers	44,6 €		46,8 €	44,6 €		46,8 €

Source : Analyse Ledouble

Nous soulignons que :

- les chiffres susmentionnés ne doivent pas être appréciés en valeur absolue, mais en valeur relative ; ils visent à déterminer, sur des bases homogènes, le Rapport d'Échange entre la valeur des Droits et la valeur de l'Action[70] ;
- les références boursières en termes de CMPV, qui ont été corrigées de l'effet de la décote de 8% liée à la structure de SCA de Rubis, ressortent en retrait par rapport aux valorisations issues de l'Évaluation Multicritère ; nous estimons qu'elles ne reflètent pas les perspectives à long terme appréhendées dans l'Évaluation Multicritère et dans la valorisation des Droits, de sorte que nous les écarterons pour la détermination du Rapport d'échange ;
- les valeurs de l'Action issues de l'Évaluation Multicritère sont homogènes et s'inscrivent dans la fourchette des objectifs de cours des analystes financiers majorés de l'annulation de la Décote SCA.

[70] Plus la valeur de l'Action est élevée, plus le Rapport d'Échange est faible. Une hypothèse de valeur de l'Action élevée est donc favorable aux Commanditaires.

4. Valorisation des Droits des Commandités

La qualité de Commandité confère à son titulaire des droits statutaires présentant une valeur économique, dont la Transformation entraîne la disparition définitive.

L'Évaluation Multicritère a permis de déterminer plusieurs références de valeur de l'Action, à partir de méthodes d'évaluation intrinsèque et analogique adaptées aux caractéristiques des différentes activités du Groupe.

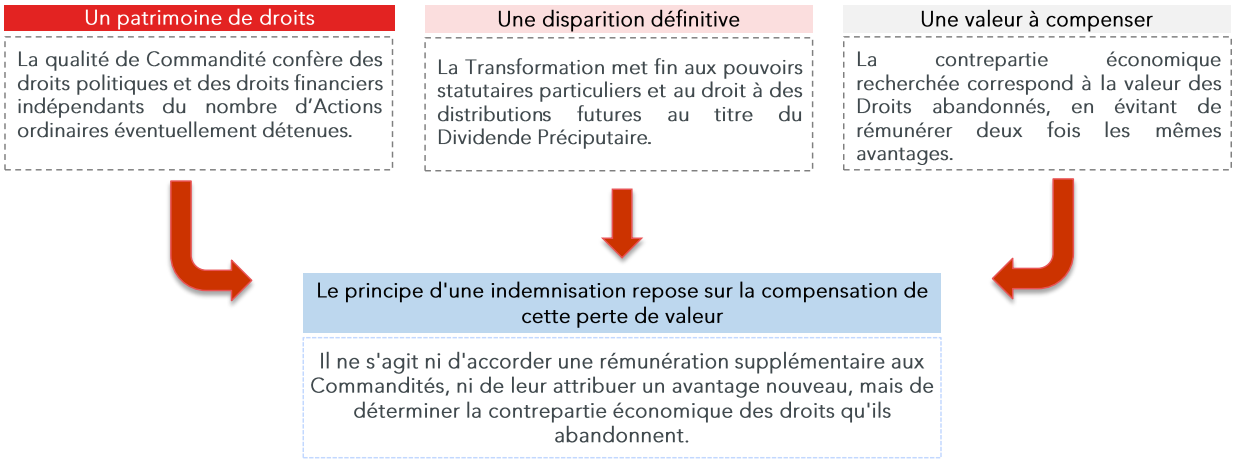
Dans la mesure où l'indemnisation des Commandités serait réalisée en Actions, nos travaux visent à apprécier la valeur relative des Droits auxquels ils renonceraient, exprimée en pourcentage du capital de la Société.

L'appréciation de la valeur des Droits (§ 8) repose sur leurs trois composantes :

- **les droits politiques** avec la quantification de la valeur du pouvoir de contrôle attaché au statut des Commandités, après déduction des droits de vote ordinaires déjà détenus qui subsisteront après la Transformation (§ 5) ;
- **les droits financiers** avec la détermination de la valeur actualisée des Dividendes Préciputaires futurs, puis l'appréciation de leur poids au regard de la valeur des fonds propres du Groupe ressortant de l'Évaluation Multicritère (§ 6) ;
- **la responsabilité illimitée** avec l'appréciation de l'avantage économique résultant de l'extinction de la responsabilité particulière des Commandités venant en déduction des droits indemnisables (§ 7).

Cette démarche permet d'apprécier la contrepartie économique des Droits effectivement abandonnés, tout en évitant de rémunérer ceux qui subsisteraient après la Transformation.

Le schéma, présenté ci-dessous, synthétise les composantes de la valeur des Droits abandonnés et leurs modalités de prise en compte.



Ainsi, la disparition des Droits des Commandités justifie la reconnaissance d'un préjudice économique (§ 8), dont l'indemnisation est déterminée par la somme de la valeur des droits politiques (§ 5) et des droits financiers perdus (§ 6), minorée de l'avantage économique résultant de la suppression du risque de responsabilité indéfinie (§ 7).

5. Valorisation des droits politiques des Commandités

La valorisation des droits politiques des Commandités repose sur l'appréciation du pouvoir de contrôle que leur confèrent les Statuts et auquel ils renonceront dans le cadre de la Transformation.

Elle suivra trois étapes successives :

- l'estimation de la valeur du contrôle appréhendée à partir des opérations de marché visant le contrôle et corroborée par la valorisation du droit de vote (§ 5.2) ;
- l'appréciation du niveau de contrôle exercé par les Commandités à partir de l'étude du quorum et des votes des résolutions afin de disposer d'une vision quantitative du contrôle, de leurs prérogatives statutaires et de la comparaison avec les seuils de contrôle et de majorité applicables aux sociétés anonymes (§ 5.3) ; et
- la quantification des droits à indemnisation avec l'application de la prime de contrôle au poids politique estimé des Commandités, après déduction des votes qu'ils détiennent déjà au titre de leur participation au capital (§ 5.4).

Cette démarche permet de valoriser la perte du pouvoir politique des Commandités sans assimiler directement leur situation à celle d'un Actionnaire détenant la majorité du capital de la Société.

Préalablement à la valorisation des droits politiques des Commandités, nous rappelons les droits et obligations politiques des Commandités (§ 5.1)

5.1. Droits et obligations politiques des Commandités

5.1.1. Présentation des droits et des obligations politiques des Commandités

Les principaux droits et obligations des Commandités sont détaillés comme suit dans les Statuts[71]. La liste résumée, ci-après, est indicative sans être exhaustive[72].

- **En ce qui concerne leur responsabilité et leurs obligations (articles 15 et 16) :**
  - les Commandités sont tenus indéfiniment et solidairement des dettes sociales de la Société à l'égard des tiers ; et
  - à l'égard des Commanditaires, les Commandités supportent seuls les pertes dès que l'actif net social devient négatif[73].
- **En ce qui concerne la Gérance de la Société :**
  - la Société est gérée et administrée par un ou plusieurs Gérants, personne physique ou morale, Commandité ou non (**articles 7 et 20**) ;
  - chaque Gérant est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la Société, dans les limites de son objet social et sous

[71] Les Statuts intègrent les prérogatives légales associées au statut de commandité, complétées de dispositions statutaires spécifiques.
[72] Pour disposer d'une information exhaustive, il convient de se référer directement aux Statuts.
[73] Si les exercices postérieurs sont bénéficiaires, les bénéfices futurs sont attribués aux Commandités en priorité jusqu'à compensation des pertes supportées par les Commandités.

réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi ou les Statuts aux Commanditaires (**article 22**) ;

- tout nouveau Gérant est nommé par l'unanimité des Commandités, et si ledit candidat Gérant n'est pas Commandité, sa nomination est soumise à l'agrément de l'assemblée générale ordinaire des Commanditaires (l'« **AGO** ») (**article 20-1**) ;
- les fonctions du Gérant prennent fin (**articles 6 et 20-2**) :
  - par le décès, l'incapacité ou l'interdiction, le redressement ou la liquidation judiciaire, la révocation ou la démission ;
  - à l'issue de l'Assemblée Générale suivant l'exercice au cours duquel un Gérant atteint l'âge de 78 ans[74] ;
- chaque Gérant peut être révoqué à tout moment :
  - par les Commandités selon des règles de majorité différentes selon que le Gérant est ou non lui-même Commandité[75] ;
  - par l'assemblée générale extraordinaire des Commanditaires (l'« **AGE** »), statuant à la majorité en nombre et en voix des trois quarts des Commanditaires, étant précisé que le Gérant ainsi révoqué, s'il est également Commandité, pourra percevoir une indemnité calculée selon les termes de l'article 1843-4 du Code civil ;
  - pour cause légitime, par décision de justice, à la demande d'un Commanditaire détenant au moins 10% du capital de la Société ou de tout Commandité ;
- Gilles Gobin est Gérant statutaire et exerce cette fonction sans limitation de durée ; et
- les Gérants ont le pouvoir de décider ou d'autoriser l'émission d'obligations.

› En ce qui concerne le Conseil de Surveillance :

- le Conseil de Surveillance assure le contrôle permanent de la gestion de la Société et dispose, à cet effet, des mêmes pouvoirs que les commissaires aux comptes de la Société (**article 29**) ;
- afin de respecter un partage des pouvoirs au sein de la Société, les Commandités n'ont pas de rôle actif dans le fonctionnement du Conseil de Surveillance (**article 27**) :
  - le Conseil de Surveillance[76] est composé d'au moins trois membres choisis parmi les Commanditaires de la Société ;
  - les Commandités et les Gérants ne peuvent pas faire partie du Conseil de Surveillance ;
  - les membres du Conseil de Surveillance sont nommés par l'AGO[77] ; et
  - les membres du Conseil de Surveillance peuvent être révoqués à tout moment par l'AGO.

[74] Si le Gérant est une personne morale, il convient de pourvoir au remplacement de son dirigeant au plus tard lors de l'Assemblée Générale suivant l'exercice au cours duquel cette limite d'âge est atteinte.
[75] À la majorité en nombre des Commandités si le Gérant n'est pas un Commandité, et par décision unanime des Commandités si le Gérant est également Commandité.
[76] Le Conseil de Surveillance est composé de douze membres.
[77] Les Commanditaires ayant la qualité de Commandité ne pouvant participer au vote des résolutions.

- En ce qui concerne l'agrément de nouveaux Commandités (article 19) :
  - les droits sociaux attachés à la qualité de Commandité ne peuvent être cédés qu'avec l'accord unanime de tous les autres Commandités ; et
  - lorsque le cessionnaire n'est pas déjà Commandité, l'accord de l'assemblée des Commanditaires statuant à la majorité prévue pour les décisions extraordinaires doit également être obtenu.

- En ce qui concerne les modalités de décisions des Commandités :
  - les Commandités exercent toutes les prérogatives attachées par la loi et les Statuts à leur qualité ;
  - les décisions des Commandités peuvent être recueillies, soit en assemblée, soit par consultation écrite[78] (**article 23-2**), sauf l'approbation des comptes sociaux qui doit obligatoirement intervenir en assemblée (**article 23-1**) ; et
  - toutes les décisions des Commandités sont prises à l'unanimité des Commandités (**article 24-4**), à l'exception de celle concernant la révocation d'un Gérant non-Commandité qui est prise à la majorité en nombre (**article 20-2**).

- En ce qui concerne les modalités de décisions des Commanditaires et leur articulation avec celles des Commandités :
  - les assemblées des Commanditaires sont convoquées par la Gérance ou par le Conseil de Surveillance[79] ;
  - le montant du Dividende Préciputaire est constaté par l'AGO et l'assemblée des Commandités (**articles 56 et 57**) ;
  - la part distribuée aux Commanditaires requiert l'accord de l'AGO et celui des Commandités ;
  - toute décision d'augmentation de capital nécessite l'accord des Commandités et celui de l'AGE ou de l'AGO[80], selon les cas (**article 10-1**) ;
  - l'AGE[81] ne peut procéder à une réduction de capital qu'après l'accord unanime et exprès des Commandités (**article 10-2**) ; et
  - les projets de résolutions n'émanant pas de la Gérance ne peuvent être adoptés par les Commanditaires qu'à la réception de l'accord unanime des Commandités (sauf ceux relatifs à l'approbation des comptes, la distribution des bénéfices, la nomination ou la révocation des membres du Conseil de Surveillance et des commissaires aux comptes, les quitus à reconnaître ainsi que l'approbation des conventions soumises à autorisation) (**article 41**).

[78] À l'initiative de la Gérance ou du Conseil de Surveillance, à moins qu'un Commandité ne demande la réunion d'une assemblée.
[79] À défaut par les commissaires aux comptes, par un mandataire de justice ou par les liquidateurs après la dissolution de la Société.
[80] Augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission.
[81] Ou la Gérance spécialement habilitée à cet effet.

5.1.2. Rappel des droits et des obligations des Commanditaires

Outre ceux déjà énumérés ci-dessus (§ 5.1.1), les principaux droits et obligations des Commanditaires rappelés dans les Statuts sont les suivants. La liste résumée, ci-après, est indicative sans être exhaustive[82].

- **En ce qui concerne leur responsabilité :**
  - les Commanditaires ne sont responsables des dettes sociales que jusqu'à concurrence de la valeur nominale des Actions qu'ils possèdent (**article 14-2**) ; et
  - les pertes de la Société qui ne rendent pas l'actif net comptable négatif sont supportées par les seuls Commanditaires (**article 16**).
- **En ce qui concerne l'interdiction d'immixtion dans la gestion (articles 14-5 et 14-6) :**
  - un Commanditaire ne peut s'immiscer dans la gestion de la Société, ni faire d'acte de gestion, même en vertu d'une procuration, sans toutefois que les avis et les conseils, les actes de contrôle et de surveillance puissent constituer des actes de gestion ; et
  - en cas de contravention à l'interdiction d'immixtion dans la gestion, le Commanditaire est tenu solidairement avec les Commandités des dettes et des engagements sociaux résultant des actes prohibés.
- **En ce qui concerne les droits financiers (articles 14-1, 55, 57 et 59) :**
  - chaque Action donne droit, dans l'actif social, dans le boni de liquidation et dans les bénéfices, à une part proportionnelle à la fraction du capital qu'elle représente ;
  - après affectation de la réserve légale (5% des bénéfices nets dans la limite de 10% du capital social) et du Dividende Préciputaire, le solde du bénéfice distribuable est affecté conformément aux décisions de l'AGO ;
  - les dividendes sont mis en paiement dans un délai maximum de neuf mois à compter de la clôture de l'exercice ; et
  - l'actif net, après remboursement du nominal des Actions, est partagé entre toutes les Actions.
- **En ce qui concerne les droits de vote et la participation aux assemblées (articles 33, 40, 44 et 46) :**
  - chaque Action donne droit à une voix, sans droit de vote double ;
  - le droit de vote appartient à l'usufruitier dans les AGO et au nu-propriétaire dans les AGE ;
  - en AGO, le quorum est d'un cinquième des Actions ayant le droit de vote sur première convocation[83], et les décisions sont prises à la majorité simple ; et
  - en AGE, le quorum est d'un quart sur première convocation et d'un cinquième sur deuxième convocation, et les décisions sont prises à la majorité des deux tiers des voix.

[82] Pour disposer d'une information exhaustive, il convient de se référer directement aux Statuts.
[83] Aucun quorum n'est requis sur deuxième convocation.

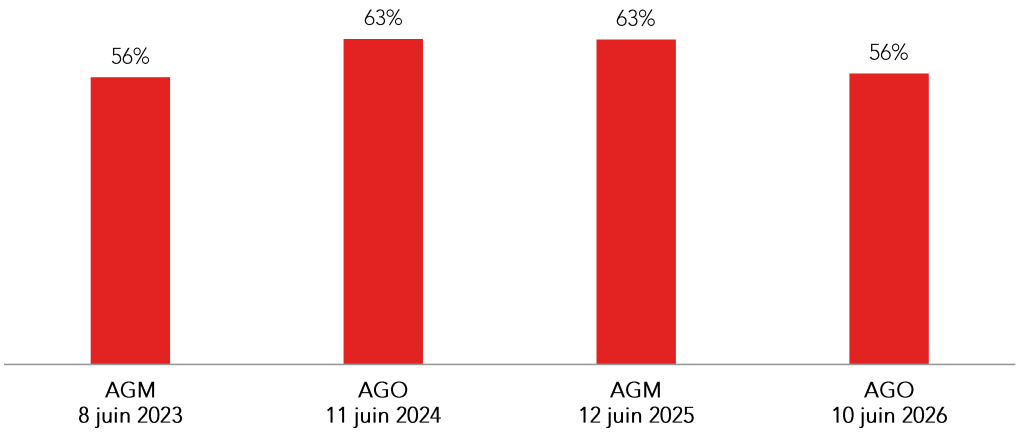
- En ce qui concerne la transmission des Actions (article 17) :
  - la cession des Actions à tout tiers est libre et leur transmission s'opère dans les conditions prévues par la loi.
- En ce qui concerne les obligations de déclaration (article 14-7) :
  - outre les obligations légales de déclaration de franchissements de seuils prévues par les articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, toute variation (à la hausse comme à la baisse), supérieure à 1% du capital ou des droits de vote au-delà de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, doit être notifiée à la Gérance ; et
  - en cas de non-respect de cette obligation, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote pour toute assemblée des Commanditaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation.
- En ce qui concerne le droit de communication et d'information (articles 49 à 52) :
  - tout Commanditaire a le droit d'obtenir communication, mise à disposition et envoi des documents sociaux dans les conditions prévues par le Code de commerce, tant de manière temporaire (à l'occasion des assemblées) que permanente ; et
  - ce droit appartient également à chaque copropriétaire d'Actions indivises, au nu-propriétaire et à l'usufruitier d'Actions.

5.1.3. Présentation des décisions historiques en Assemblée Générale

5.1.3.1. Quorum aux Assemblées Générales

Lors des AGO et des Assemblées Générales mixtes des Commanditaires (les « **AGM** ») qui se sont déroulées de 2023 à 2026, le quorum exprimé en Actions s'établit entre 56% et 63%.

Quorum AGO/AGM



Source : Procès-verbaux des Assemblées Générales

5.1.3.2. Nature des résolutions

Les résolutions votées lors des AGO et AGM réunies entre 2023 et 2026 ont porté sur :

- l'approbation des comptes annuels et des comptes consolidés (AGO) ;
- l'affectation du résultat social et la proposition de distribution de dividendes (AGO) ;
- l'approbation des conventions et engagements réglementés (AGO) ;
- la composition du Conseil de Surveillance[84] (AGO) ;
- l'agrément de nouveaux Gérants non Commandités (AGO) ;
- l'approbation des éléments de rémunération et avantages versés aux dirigeants mandataires sociaux et membres du Conseil de Surveillance (AGO) ;
- la nomination des commissaires aux comptes[85] (AGO) ;
- l'octroi d'autorisations au collège de la Gérance pour des opérations sur les Actions de la Société (rachat par la Société de ses propres Actions, annulation des Actions auto-détenues, …) (AGO/AGE) ;
- la délégation de compétence au collège de la Gérance pour décider d'opérations sur le capital de la Société[86] (AGE) ;
- la fixation des plafonds des émissions d'Actions et/ou valeurs mobilières donnant accès au capital (AGE) ; et
- les modifications des Statuts (AGE).

L'AGO du 11 juin 2024 a également examiné les résolutions suivantes :

- la Compagnie nationale de navigation a déposé sept projets de résolutions complémentaires[87] visant la révocation de trois membres du Conseil de Surveillance et la nomination de quatre nouveaux membres ; ces résolutions n'ont pas reçu l'agrément de la Gérance sur recommandation du Conseil de Surveillance et ont été rejetées par l'assemblée des Commanditaires ; et
- Ronald Sämann a déposé un projet de résolution complémentaire visant sa nomination en tant que membre du Conseil de Surveillance ; cette résolution a reçu l'agrément de la Gérance sur recommandation du Conseil de Surveillance et a été adoptée par l'assemblée des Commanditaires.

L'AGM du 12 juin 2025 a notamment :

- agréé Jean-Christian Bergeron et Marc Jacquot en qualité de Gérants non Commandités ;
- supprimé l'article 54 fixant les conditions de rémunération de la Gérance ;

[84] Les Commandités ne prennent pas part au vote des résolutions relatives à la nomination et au renouvellement des mandats de ses membres.
[85] En charge de la mission de certification des informations en matière de durabilité.
[86] Dont augmentation de capital par incorporation de bénéfices, réserves et primes, émission d'Actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, augmentation de capital en rémunération d'apports en nature, augmentation de capital réservée aux adhérents de plan(s) d'épargne entreprise, attributions gratuites d'Actions de performance.
[87] En complément des résolutions au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires (« BALO ») du 3 mai 2024.

- examiné les deux projets de résolutions déposés par la Compagnie nationale de navigation visant la nomination de deux nouveaux membres [88] au Conseil de Surveillance ; ces résolutions ont reçu l'agrément de la Gérance sur recommandation du Conseil de Surveillance et ont été adoptées par l'assemblée des Commanditaires ;
- ratifié la cooptation d'Antoine Sautenet en qualité de membre du Conseil de Surveillance.

L'AGO du 10 juin 2026 a rejeté le projet de résolution déposé par un Actionnaire visant la nomination de Yann Dever en qualité de membre du Conseil de Surveillance pour une durée de trois ans ; cette résolution n'avait pas reçu l'agrément de la Gérance.

En résumé, les résolutions soumises au vote des Assemblées Générales réunies entre 2023 et 2026 se répartissent, par nature, comme suit :

Analyse des résolutions

	AGM 8 juin 2023	AGO 11 juin 2024	AGM 12 juin 2025	AGO 10 juin 2026	Participation des Commandités au vote
Partie ordinaire	15	32	26	24	
Approbation des comptes sociaux et des comptes consolidés	2	2	2	2	✓
Affectation du bénéfice et fixation du dividende	1	1	1	1	✓
Nomination, renouvellement et révocation de mandats des Gérants	-	-	2	-	✓
Nomination, renouvellement et révocation de mandats des membres du CS	1	14	8	4	x
Nomination et renouvellement des mandats des commissaires aux comptes	-	1	-	2	✓
Avis sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux et membres du CS	8	9	9	12	✓
Conventions et engagements réglementés	1	3	2	1	✓
Pouvoirs pour formalités	1	1	1	1	✓
Autorisations accordées à la Gérance	1	1	1	1	✓
Partie extraordinaire	9	n.a.	11	-	
Autorisations accordées à la Gérance	1	n.a.	2	n.a.	✓
Délégations de compétences à la Gérance	6	n.a.	6	n.a.	✓
Modifications statutaires	1	n.a.	2	n.a.	✓
Modification des plafonds des émissions	1	n.a.	1	n.a.	✓
Total	24	32	37	24	

Source : Procès-verbaux des AGO et AGE

5.1.3.3. *Vote des résolutions*

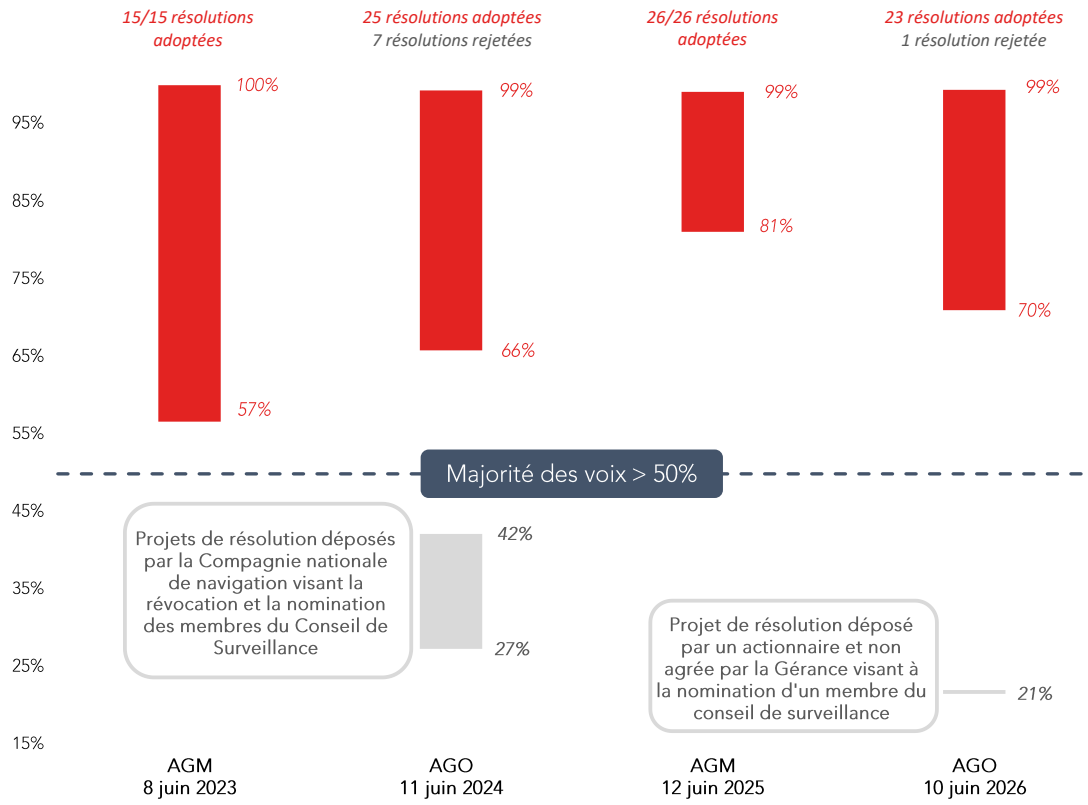
Les résolutions présentées aux Assemblées Générales de la Société entre 2023 et 2026 ont toutes été approuvées à l'exception :

- des résolutions proposées par la Compagnie nationale de navigation lors de l'AGO du 11 juin 2024 (§ 5.1.3.2) ; et
- d'une résolution proposée par un Actionnaire et non agréée par la Gérance sur recommandation du Conseil de Surveillance.

Les résolutions proposées aux AGO ont toutes été approuvées avec une majorité de plus de 57% pour une majorité requise supérieure à 50%[89].

[88] M. Patrick Molis et Mme Anne Lauvergeon.
[89] Article 44 des Statuts ; pour mémoire, les résolutions rejetées lors des AGO du 11 juin 2024 et du 10 juin 2026 n'avaient recueilli respectivement que 27% à 42% des voix, et 21% des voix.

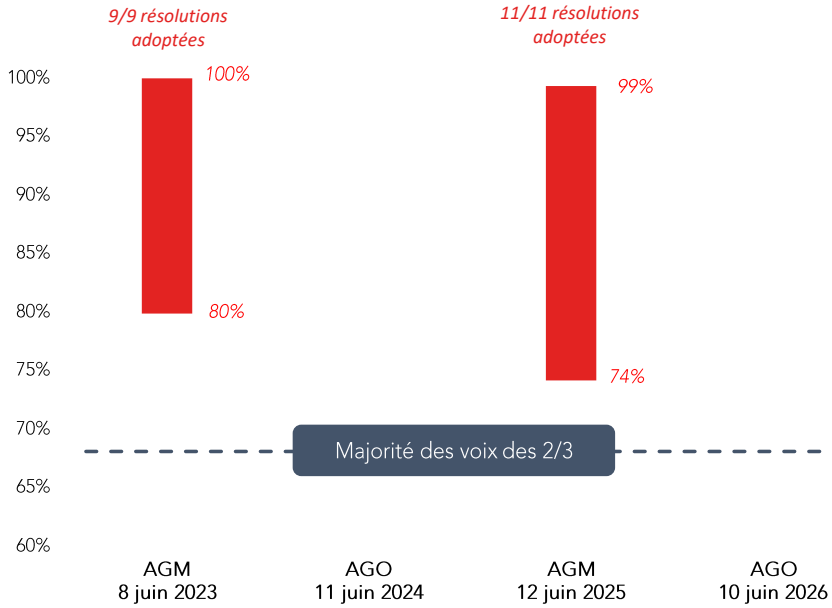
Votes pour les résolutions proposées dans la partie ordinaire



Source : Procès-verbaux des Assemblées Générales

Les résolutions proposées aux AGE ont toutes été approuvées avec une majorité de plus de 74% pour une majorité requise supérieure aux deux tiers[90].

Votes pour les résolutions proposées dans la partie extraordinaire



Source : Procès-verbaux des Assemblées Générales

[90] Article 46 des Statuts.

5.2. Quantification de la prime de contrôle

5.2.1. À partir d'opérations de marché visant le contrôle

Pour estimer la valeur de la prime de contrôle, nous avons retenu une méthode analogique, en l'absence de méthode mathématique objective de détermination de la valeur des droits politiques des Commandités.

La méthode vise à déterminer le niveau de la prime qui est payée lors de l'acquisition d'une société pour prendre le contrôle. Cette prime intègre le droit de vote attaché aux titres acquis.

À cet effet, nous avons examiné les primes de contrôle ressortant de différentes études empiriques.

En ce qui concerne les sociétés cotées, la prime qu'un acquéreur accepte de payer par rapport au cours de bourse intègre une multitude de facteurs qui peuvent être classés par nature.

- La prime d'*upside* est liée à une sous-valorisation boursière potentielle de la société acquise (la « Cible »). Elle reflète la différence entre la valeur intrinsèque de la Cible et la valeur observable sur le marché lorsqu'elle est cotée (cours de bourse) ; ce potentiel *d'upside sera* apprécié par l'acquéreur en fonction :
  - de sa connaissance du secteur ;
  - de la transparence de l'information financière ou stratégique communiquée au marché par la Cible, notamment en matière de données prévisionnelles ; et
  - du potentiel d'appréciation de la valeur de la Cible retranscrite dans les objectifs de cours des analystes financiers.

- La prime de synergies correspond à la quote-part des synergies potentielles attendues par l'acquéreur, que celui-ci est prêt à intégrer dans le prix proposé pour la Cible. En effet, la prise du contrôle de la Cible permet à l'acquéreur d'obtenir le pouvoir de gestion, puis d'être en mesure de réaliser des synergies avec lui-même ou une entité qu'il contrôle.

- La prime de contrôle est associée théoriquement au seuil de contrôle que le bloc permet de franchir, et que la Société Française des Évaluateurs (SFEV)[91] définit comme « *la valeur du contrôle résultant de la différence entre les marges attendues dans une approche stand alone ou de « statu quo » et celles résultant d'une gestion optimale de la cible par l'acquéreur* ».

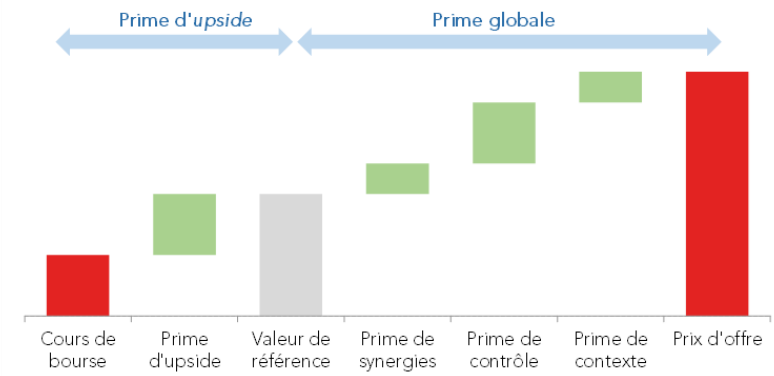
- La prime de contexte regroupe les autres facteurs explicatifs que sont notamment :
  - l'octroi d'une prime afin de favoriser la réalisation d'une offre publique ;
  - l'existence d'une concurrence entre les acquéreurs potentiels en cas de processus d'enchères, qui conduit théoriquement à une surenchère sur le prix ;
  - le contexte de l'acquisition ; par exemple, en présence d'une offre d'achat hostile repoussée par les dirigeants de la Cible, l'acquéreur devra présenter un prix attractif aux actionnaires pour qu'ils acceptent l'opération ;

[91] SFEV, « *Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières 2018* », janvier 2018.

- la situation de l'acquéreur dont la capacité financière influe sur le niveau de prime offert qui dépend notamment des moyens de financement mobilisables[92] et de la taille de la Cible par rapport aux moyens financiers disponibles ;
- les conflits d'agence de la Cible, tels que la dispersion de son actionnariat et la composition de ses organes de gouvernance, dont la proportion d'administrateurs indépendants[93] ;
- les modalités de financement de l'opération[94].

Ces éléments peuvent se synthétiser comme suit :

Composantes du prix d'offre



Source : Analyses Ledouble

Ainsi, la prime de contrôle n'est qu'une partie de la prime globale qu'un acquéreur accepte de payer pour acquérir une société. Elle ne peut être quantifiée qu'à l'issue d'une analyse permettant de répartir, par nature, la prime observée entre le prix payé et la valeur de référence de la Cible résultant d'une valorisation multicritère.

Ledouble publie annuellement une étude des offres publiques de l'année écoulée qui recense les primes observées dans ces opérations[95].

5.2.2. Études publiques

Nous avons recensé et analysé les différentes études réalisées ces dernières années, que nous résumons ci-après.

[92] Fonds propres *versus* endettement, marge de négociation du coût de financement.
[93] En principe, leur indépendance vis-à-vis de la marche opérationnelle de la Cible permet à ces administrateurs d'être plus à même de défendre les intérêts des actionnaires.
[94] En numéraire, par échange d'actions, apports ou fusion.
[95] La dernière étude en date porte sur les offres publiques de l'année 2025.

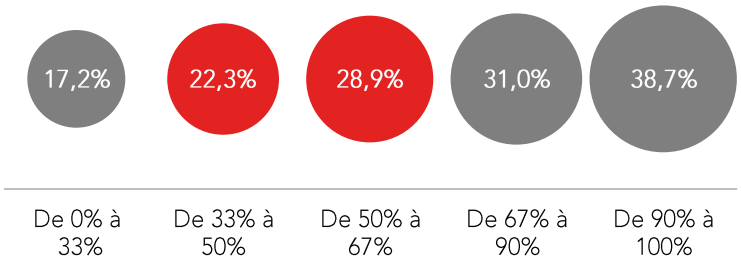
Analyse PwC

Dans l'étude *« Primes de contrôle – mai 2023 »*, PwC expose les résultats de ses travaux issus de l'analyse :

- des transactions réalisées sur des cibles cotées dont le siège est en Europe de l'Ouest entre le 1er janvier 2006 et le 31 décembre 2022, soit un échantillon de 3.288 transactions ;
- des primes issues de ces opérations déterminées par la constatation de l'écart entre le prix offert lors d'une transaction et le cours de bourse à la date de rumeur et à la date d'annonce, en privilégiant la date de rumeur.

La prime moyenne à la date des rumeurs apparaît corrélée au pourcentage acquis :

Primes moyennes à la date des rumeurs en fonction du % acquis – Europe de l'Ouest



Source : PwC, « Primes de contrôle – Mai 2023 », p. 6

Nous notons que :

- la prime pour l'acquisition d'un contrôle :
  - minoritaire dans la fourchette **33% à 50%** du capital induit une prime moyenne de **22,3%** ; il s'agit d'**un haut de fourchette** de la prime associée à la minorité de blocage, car elle prend en compte l'acquisition de pourcentages supérieurs **au seul tiers majoré d'une voix** ;
  - majoritaire dans la fourchette **50% à 67%** du capital induit une prime moyenne de **28,9%** ; il s'agit d'**un haut de fourchette** de la prime associée à la majorité simple, car elle prend en compte l'acquisition de pourcentages supérieurs **aux seuls 50% majorés d'une voix** ;
- pour chaque opération analysée, ces primes comparent le prix offert et le cours de bourse de la société cible, et qu'à ce titre, elles intègrent l'ensemble des autres éléments constitutifs d'une prime évoqués précédemment (composantes *upside*, synergies et contexte).

Cette analyse permet dès lors de mettre en avant **un haut de fourchette de la prime de contrôle**.

La prime extériorisée par PwC est comprise entre **22%** (**prime de minorité de blocage**) et **29%** (**prime de majorité simple**).

- Analyse EY

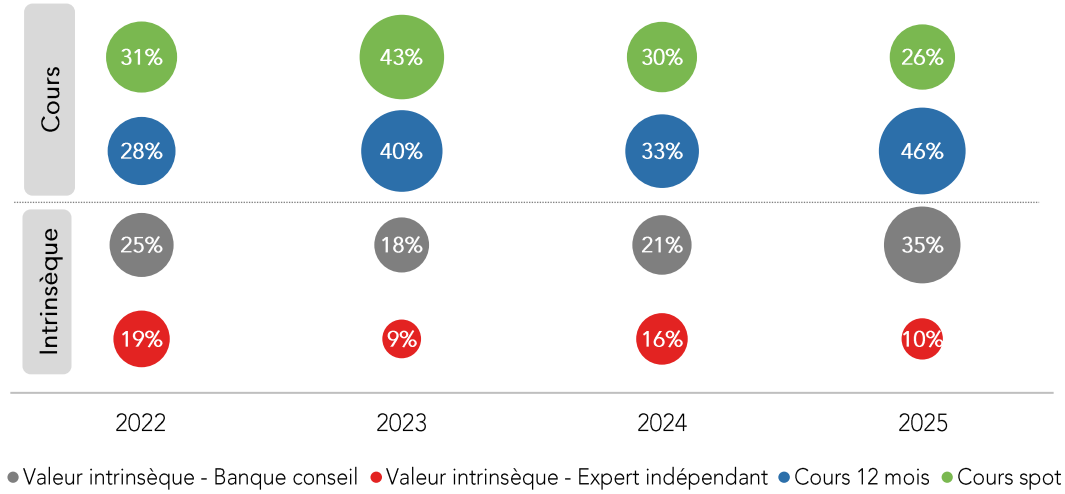
EY réalise une étude annuelle des primes extériorisées dans le cadre des offres publiques réalisées sur les actions de sociétés cotées en France, déclarées conformes au cours de l'année par l'AMF.

Les primes présentées sont les primes **médianes** constatées par rapport :

- au dernier cours de bourse en prenant pour référence « *le cours de bourse la veille de l'annonce officielle de l'opération ou, dans certains cas, la veille d'une « fuite » suffisamment précise pour que le marché commence à anticiper l'offre* » ;
- au cours moyen des 12 derniers mois ;
- à la « *valeur intrinsèque hors extrêmes calculée par les banques conseils des acheteurs* » ou établissements présentateurs et « *par l'expert indépendant désigné par la cible* ».

Les résultats issus de cet « Observatoire des offres publiques » sur la période 2022-2025 sont retranscrits dans le tableau ci-après :

Primes constatées sur les offres publiques 2022-2025



Source : EY, « Observatoire des opérations de marché 2025 ».

Il ressort de cette étude que :

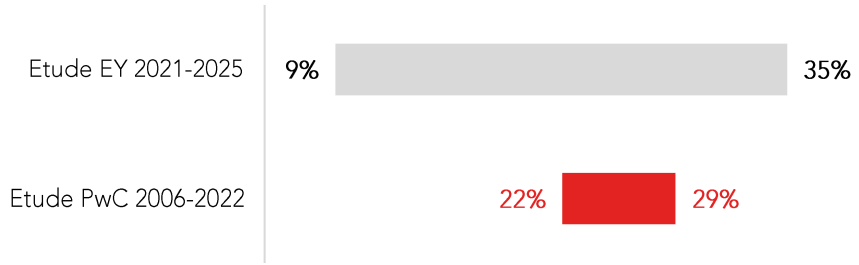
- les primes présentées sont calculées sur l'ensemble des opérations annuelles et tiennent ainsi compte à la fois des primes constatées sur des opérations visant le contrôle et d'autres ne le visant pas ;
- la prime sur la valeur intrinsèque oscille suivant les années entre 9% et 19% pour les experts indépendants et entre 18% et 35% pour les banques conseils, et par construction intègre la prime de contrôle, mais également d'autres composantes telles que la prime de synergies et la prime de contexte.

En définitive, la prime sur la valeur intrinsèque extériorisée par EY est comprise globalement entre **9%** et **35%.** Ces niveaux sont en ligne avec ceux que nous observons dans notre propre étude annuelle.

5.2.3. Synthèse sur les primes issues d'opérations de marché

Nous estimons que la prime de contrôle à retenir, sur la base des études empiriques menées sur ce sujet, serait de l'ordre de **22%.**

Primes de contrôle observées sur le marché



Source : Analyses Ledouble

5.2.4. À partir de la valeur du droit de vote

Sur le plan théorique, il est communément admis que la valeur d'un droit de vote correspond au supplément de valeur octroyé par celui-ci en cas de transfert du contrôle d'une société.

Cette valeur est donc directement dépendante de l'importance des bénéfices additionnels qui peuvent être appréhendés par le contrôle de la société.

La valeur du droit de vote est un indicateur de la valeur du contrôle et, comme rappelé par la SFEV dans sa note *« Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières 2018 »*, est liée :

- **au degré de protection des actionnaires minoritaires** : l'existence d'un dispositif légal et réglementaire favorable aux actionnaires minoritaires minore la valeur du droit de vote puisqu'il limite *« la faculté pour les actionnaires majoritaires de s'approprier des bénéfices privés »* ;

- **au degré de dispersion de l'actionnariat** : l'existence d'un actionnariat dispersé est de nature à amoindrir la valeur du droit de vote, car *« l'acquisition d'un contrôle de fait ne requiert pas a priori d'adresser une offre à l'ensemble des porteurs d'actions ordinaires »* ;

- **à l'intensité de la concurrence sur le marché du contrôle des entreprises :** l'existence d'une concurrence active pour la prise de contrôle d'une société *« augmente la probabilité du lancement d'une offre et donc la probabilité pour les actionnaires, détenteurs de droits de vote, de la société cible de percevoir une prime de contrôle »*.

La valeur du droit de vote est généralement appréhendée par l'analyse comparative d'actions ordinaires disposant d'un droit de vote (« AO ») avec des actions dépourvues de droit de vote ; ces dernières ne pouvant exercer une influence sur les décisions de la direction, la valeur desdites actions présente généralement une décote par rapport aux AO.

Nous avons estimé la valeur du droit de vote à partir des données publiques disponibles (cours de bourse, opérations de conversion et offres publiques) sur les catégories d'actions dépourvues de droit de vote suivantes :

- les actions de préférence (« ADP ») et les actions d'épargne[96] (« AE ») qui bénéficient d'un dividende préciputaire garanti : ces actions offrent un dividende supérieur à celui des actions ordinaires ou surdividende (« Privilège »), et leur valeur intrinsèque se détaille comme suit (§ 5.2.4.1 et § 5.2.4.2) :

$$V_{ADP/AE} = V_{AO} + V_{Privilège} - V_{Droit\ de\ vote\ AO}$$

- les certificats d'investissement (« CI »), qui bénéficient des mêmes droits financiers que les actions ordinaires, à l'exception du droit de vote, et dont la valeur intrinsèque se détaille comme suit (§ 5.2.4.3) :

$$V_{CI} = V_{AO} - V_{Droit\ de\ vote\ AO}$$

- les certificats de droits de vote (« CDV ») qui bénéficient du droit de vote propre à une AO, mais sans le bénéfice du droit pécuniaire, et dont la valeur intrinsèque se détaille comme suit (§ 5.2.4.3) :

$$V_{CDV} = V_{AO} - V_{Dividende\ AO}$$

En présence de sociétés cotées, l'écart de cours de bourse entre les différentes catégories d'actions peut également s'expliquer par un différentiel de liquidité.

5.2.4.1. Analyse boursière des ADP et des AE

Présentation de la méthode

Nos études ont été menées sur les marchés italiens et allemands, qui sont en Europe ceux regroupant un nombre suffisant d'observations boursières sur des actions dépourvues de droits de vote.

Nous avons constitué un échantillon de sociétés cotées disposant d'ADP et d'AE (ADP/AE) offrant un Privilège et d'AO ayant servi des dividendes.

En présence de sociétés cotées, la valeur du droit de vote a été estimée à partir de la relation suivante :

$$Cours_{ADP/AE} = Cours_{AO} + V_{Privilège} - V_{Droit\ de\ vote\ AO} - V_{Prime\ de\ liquidité\ AO}$$

La valeur du droit de vote associé à l'AO est donc un facteur explicatif du cours de bourse des AO comparé à celui des ADP, au même titre qu'une situation de meilleure liquidité des AO par rapport aux ADP/AE ; *a contrario*, la valeur du Privilège dont bénéficient les ADP/AE vient en minoration :

$$(Cours_{AO} - Cours_{ADP/AE}) = V_{Droit\ de\ vote\ AO} + V_{Prime\ de\ liquidité\ AO} - V_{Privilège}$$

[96] « *Savings shares* » : catégorie d'actions présente en Italie.

Avec :

- $\boldsymbol{Cours_{AO}}$: valeur intrinsèque de l'AO estimée, en présence de sociétés cotées, par référence à son CMPV ;
- $\boldsymbol{Cours_{ADP/AE}}$: valeur intrinsèque de l'ADP/AE estimée, en présence de sociétés cotées, par référence à son CMPV ;
- $\boldsymbol{V_{Droit\ de\ vote\ AO}}$: valeur du droit de vote attaché aux AO ;
- $\boldsymbol{V_{Prime\ de\ liquidité\ AO}}$: prime de liquidité considérée incluse dans le cours, associée à une meilleure liquidité[97] des AO par rapport aux ADP/AE ;
- $\boldsymbol{V_{Privilège}}$: valeur du Privilège dont bénéficient les ADP/AE estimée à partir d'un modèle actuariel de capitalisation d'un flux perpétuel au coût des fonds propres tenant compte des caractéristiques du Privilège propre à chaque société et du risque associé[98].

Résultats

La valeur relative du droit de vote attaché aux AO, exprimée en pourcentage de la valeur de l'AO, ressort sur la période 2020-2025 :

Analyse boursière - Composantes de la prime AO vs AE

Société	Droit de vote AO	Privilège AE	Liquidité AO vs AE	Prime AO vs AE
	(a)	(b)	(c)	(a)+(b)+(c)
Danieli & C. Officine Meccaniche S.p.A.	34%	(0%)	(3%)	31%
KSB SE & Co. KGaA	8%	(0%)	(3%)	5%
Mineralbrunnen Überkingen-Teinach GmbH & Co. KGaA	18%	(6%)	-	11%
Sixt SE	17%	(1%)	-	17%
Volkswagen AG	17%	(1%)	(15%)	1%
Moyenne	19%	(2%)	(4%)	13%
Médiane	17%	(1%)	(3%)	11%

Source : S&P Capital IQ

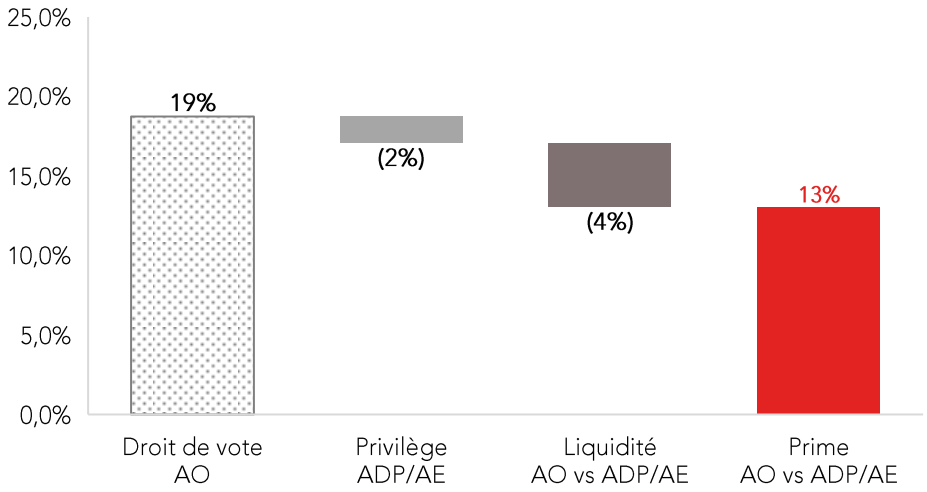
La valeur relative du droit de vote attaché aux AO, exprimée en pourcentage de la valeur de l'AO, ressort à une valeur moyenne de **19%**.

En valeur moyenne, l'analyse comparée du cours de bourse de l'AO par rapport à celui de l'ADP/AE peut se détailler comme suit :

[97] La liquidité de chacune des catégories d'actions a été appréciée à partir de la rotation annuelle du flottant sur la période analysée. Une prime de liquidité a ensuite été associée à chaque catégorie d'actions en fonction du niveau de liquidité.

[98] Le coût des fonds propres s'appuie pour chaque société sur leurs betas endettés et tient compte pour les sociétés italiennes d'une prime de risque pays estimée à partir du différentiel constaté entre les *Credit Default Swap (CDS)* de la France et de l'Italie, pondérés chacun par le rapport de volatilité entre le marché actions et le marché obligataire du pays concerné.

Primes de la valeur de l'AO par rapport à l'ADP/AE



Source : Analyses Ledouble

Il ressort également de notre analyse que le droit de vote de l'AO reste le facteur le plus explicatif de la différence entre le cours des AO et celui des ADP ; la valeur du Privilège octroyée par les ADP/AE et le différentiel de liquidité entre AO et ADP/AE n'y contribuent que marginalement.

5.2.4.2. Opérations de conversion et offres publiques sur ADP

<u>Présentation de la méthode</u>

La seconde étude analogique que nous avons menée vise à recenser sur le **marché français** la valeur des droits de vote extériorisée par :

- les opérations de conversion d'ADP en AO[99] ; et
- les opérations d'offres publiques sur des ADP (OPR-RO[100], OPES[101]).

Nous nous sommes appuyés sur une analyse historique des opérations intervenues entre 1988 et 2009.

Pour les opérations les plus anciennes, nous n'avons pas été en mesure de retrouver les notes d'opération correspondantes, mais nous avons exploité les notes d'opération d'autres sociétés qui y faisaient référence[102].

[99] Nous avons exclu de l'analyse, les ADP émises dans le cadre de mécanismes de rémunération de salariés ou dirigeants compte tenu de leurs spécificités.
[100] Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire.
[101] Offre Publique d'Échange Simplifiée.
[102] Suite à l'offre de Promodès sur Casino, Rallye, puis de nouveau Promodès, ont réenchéri, mais en conservant le même niveau de décote de l'ADP sur l'AO ; à ce titre, nous ne retenons dans notre échantillon que la première offre initiée par Promodès.

Opérations de conversion et offres publiques sur ADP

Année	Cible	Opération	Initiateur
Notes d'opération disponibles			
2009	Casino	Conversion	Casino
2003	Legrand	OPR-RO	Fimaf
2003	Sagem	Conversion	Sagem
2001	Essilor	OPES	Essilor International
1997	Essilor	OPES	Essilor International
Notes d'opération non disponibles			
1997	Casino	OPE	Promodès
1996	Roussel Uclaf	OPA	Société Française Hoechst
1994	CSEE	Conversion	CSEE*
1993	Roussel Uclaf	OPE	Roussel Uclaf
1988	Darty	OPA	Société Financière Darty

** Compagnie des Signaux et d'Équipements Électroniques.*
Source : Analyses Ledouble

Nous avons analysé les composantes de la prime d'AO sur ADP de ces différentes opérations :

$$(V_{AO} - V_{ADP}) = V_{Droit\ de\ vote\ AO} + V_{Prime\ de\ liquidité\ AO} - V_{Privilège}$$

Avec pour chacune :

- V_{AO} : valeur de l'AO appréciée par référence au cours moyen pondéré un mois de l'AO communiqué dans la note d'opération et également au prix d'offre en cas d'offre publique ;
- V_{ADP} : valeur de l'ADP appréciée par référence à deux critères :
  - la valeur de l'ADP induite par les conditions de l'offre, soit la parité de conversion de l'ADP ou le prix d'offre ;
  - le cours moyen pondéré un mois de l'ADP communiqué dans la note d'opération ;
- $V_{Droit\ de\ vote\ AO}$: valeur du droit de vote attaché aux AO ;
- $V_{Prime\ de\ liquidité\ AO}$: retenue pour une valeur nulle, cette composante n'ayant pas été valorisée dans la note d'opération ;
- $V_{Privilège}$: valeur du Privilège dont bénéficie l'ADP issue de la note d'opération.

Résultats

La valeur relative du droit de vote attaché aux AO, exprimée en pourcentage de la valeur de l'AO, s'établit :

- en fonction des conditions de l'offre, en moyenne à **19%** ;
- sur la base du cours de bourse des ADP, en moyenne à **26%**.

Valeur relative du droit de vote par rapport à l'AO

Année	Société	Opération	DV/AO Base cours	DV/AO Base offre
2009	Casino	Conversion	24%	15%
2003	Legrand	OPR-RO	28%	32%
2003	Sagem	Conversion	32%	18%
2001	Essilor	OPES	15%	1%
1997	Essilor	OPES	19%	9%
1997	Casino	OPE	19%	21%
1996	Roussel Uclaf	OPA	12%	14%
1994	CSEE	Conversion	31%	11%
1993	Roussel Uclaf	OPE	44%	36%
1988	Darty	OPA	38%	33%
Moyenne			26%	19%
Médiane			26%	17%

Source : Notes d'opération, analyses Ledouble

5.2.4.3. Opérations de conversion et offres publiques sur CI et CDV

Présentation de la méthode

La démarche d'analyse des opérations de conversion de CI et CDV et d'offres publiques portant sur des CI et CDV est identique à celle conduite pour les ADP.

En l'absence de références récentes en France, nous avons examiné les opérations intervenues entre 1993 et 2011.

Les CI et CDV résultent du démembrement de l'AO en ses deux composantes :

- le CI portant les droits financiers (dividende) ; et
- le CDV portant les droits politiques (droit de vote). La valeur d'une AO se détaille ainsi comme suit :

$$\boldsymbol{V_{AO} = V_{CI} + V_{CDV}}$$

Avec $\boldsymbol{V_{CI} = V_{AO} - V_{Droit\ de\ vote\ AO}}$ et $\boldsymbol{V_{CDV} = V_{AO} - V_{Dividende\ AO}}$

Ces différentes relations permettent d'estimer la valeur relative du droit de vote attaché à l'AO comme suit, par référence :

- au CI : $\boldsymbol{V_{Droit\ de\ vote\ AO}/V_{AO} = 1 - V_{CI}/V_{AO}}$
- au CDV : $\boldsymbol{V_{Droit\ de\ vote\ AO}/V_{AO} = V_{CDV}/V_{AO}}$

Sur les opérations portant uniquement sur une des composantes (CI ou CDV), nous avons estimé la valeur de l'autre composante à partir de la relation $\boldsymbol{V_{AO} = V_{CI} + V_{CDV}}$.

Dans ce cas, par construction, la valeur du droit de vote par l'analyse des CI et celle des CDV sera identique.

Résultats

La valeur relative du droit de vote attaché aux AO, exprimée en pourcentage de celle de l'AO, est en moyenne de **11%** pour les CI[103] et de **13%** pour les CDV.

Valeur relative du droit de vote par rapport à l'AO

Année	Société	Opération	Base CI	Base CDV
2011	Areva	OPES	-	-
2006	Bouygues	OPA	13%	13%
2005	Société du Louvre	OPAS-RO	12%	12%
2005	Taittinger	Garantie de cours / OPR-RO	12%	12%
2002	Société du Louvre	OPE	12%	12%
2001	Eridania Beghin Say	Scission	5%	5%
1999	L'Oréal	OPRO	6%	6%
1999	Carrefour / Promodès	OPE	17%	17%
1997	Piper Heidsieck	OPR-RO	4%	4%
1996	OGF-PFG	OPRO	13%	13%
1996	Financière St Fiacre	OPR	28%	28%
1995	Eridania Beghin Say	OPES	-	6%
1993	L'Oréal	OPES	20%	40%
Moyenne			11%	13%
Médiane			12%	12%

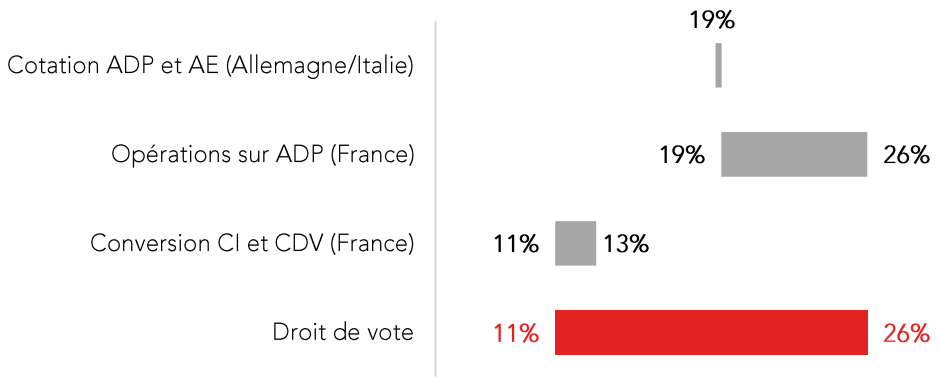
Estimé sur la base de la relation CI+CDV = AO

Source : Notes d'opération, analyses Ledouble

5.2.4.4. Synthèse de la valorisation du droit de vote

En synthèse, la **valeur relative du droit de vote attaché aux AO**, exprimée en pourcentage de celle de l'AO, est comprise dans une fourchette large de **11%** à **26%.**

Valeur relative du droit de vote



Source : Analyses Ledouble

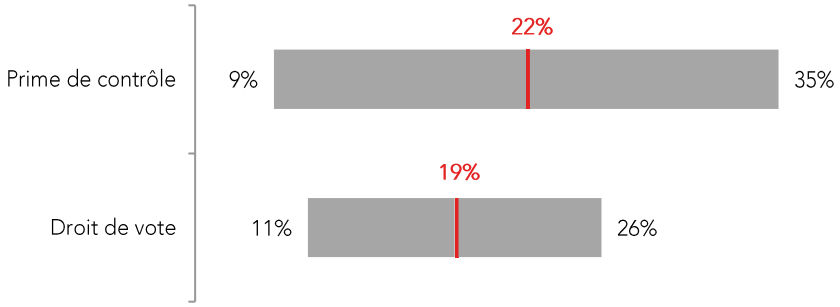
[103] Le présent tableau n'intègre pas les transactions de 2022 et 2024 intervenues sur le capital de Robertet qui est composé d'AO et de CI (respectivement OPA sur les AO en 2022 et, transaction de bloc le 15 novembre 2024 portant sur des AO et des CI). Suivant les situations, nous avons relevé que la valeur des droits de vote s'inscrivait dans une fourchette comprise entre 10% (accord de liquidité) et 34,5% (différence de prix de transaction) avec un écart de cotation autour de 14,5% en moyenne un mois en novembre 2024.

5.2.5. Synthèse sur la quantification de la prime de contrôle

En synthèse, nous retiendrons une prime de contrôle comprise entre :

- la valeur centrale des droits de vote de **19%** ; et
- la valeur centrale d'une prime de contrôle de **22%,** qui est en quasi-totalité le reflet de la valeur des droits de vote majoritaires.

Prime de contrôle



Source : Analyses Ledouble

5.3. Appréciation du contrôle exercé par les Commandités

Par référence aux dispositions du Code de commerce et par analogie avec les seuils de contrôle existants dans la société anonyme, nous avons apprécié le niveau du contrôle détenu par les Commandités au sein de la Société au regard des prérogatives attachées à leur statut, soit en l'espèce (§ 5.1) :

- **un pouvoir** :
  - de nomination d'un Gérant, à l'unanimité des Commandités, et si ledit candidat Gérant n'est pas Commandité, sa nomination est soumise à l'agrément de l'assemblée générale ordinaire des Commanditaires (**article 20-1**) ;
  - de révocation du Gérant :
    - à la majorité en nombre des Commandités si le Gérant n'est pas un Commandité ; et
    - par décision unanime des Commandités si le Gérant est également Commandité après l'accord de l'AGE statuant à la majorité en nombre et en voix des deux-tiers des Commanditaires ;
  - d'agrément de nouveaux Commandités : les droits sociaux attachés à la qualité de Commandité ne peuvent être cédés qu'avec l'accord unanime de tous les autres Commandités ; et lorsque le cessionnaire n'est pas déjà Commandité, l'accord de l'assemblée des Commanditaires statuant à la majorité prévue pour les décisions extraordinaires doit également être obtenu (**article 19**) ;
- **l'octroi d'un accord préalable sur** :
  - les rémunérations des Gérants ;

- les résolutions n'émanant pas de la Gérance, à l'exception de celles relatives à l'approbation des comptes, la distribution des bénéfices, la nomination ou la révocation des membres du Conseil de Surveillance et des commissaires aux comptes, les quitus à reconnaître ainsi que l'approbation des conventions soumises à autorisation ;
- toute augmentation ou réduction du capital social ;

› **les modalités d'exercice de leurs prérogatives :**

- les Commandités exercent toutes les prérogatives attachées par la loi et les Statuts à leur qualité ;
- les décisions des Commandités peuvent être recueillies, soit en assemblée, soit par consultation écrite (**article 23-2**), sauf l'approbation des comptes sociaux qui doit obligatoirement intervenir en assemblée (**article 23-1**) ; et
- toutes les décisions des Commandités sont prises à l'unanimité des Commandités (**article 24-4**), à l'exception de celle concernant la révocation d'un Gérant non-Commandité qui est prise à la majorité en nombre (**article 20-2**).

5.3.1. Au regard des dispositions du Code de commerce

L'article L. 233-3 I du Code de commerce considère l'existence d'une situation de contrôle exclusif pour une personne physique ou morale :

« 1° Lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la ***majorité des droits de vote dans les assemblées générales*** *de cette société ;*

2° Lorsqu'elle dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires et qui n'est pas contraire à l'intérêt de la société ;

3° Lorsqu'elle ***détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société ;***

4° Lorsqu'elle est associée ou actionnaire de cette société et ***dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société.*** »

L'article L. 233-3 II du Code de commerce présume par ailleurs l'existence d'une situation de contrôle lorsqu'une personne physique ou morale *« dispose directement ou indirectement,* ***d'une fraction des droits de vote supérieure à 40%*** *et* ***qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne*** *».*

Considérant le pouvoir dont disposent les Commandités dans la nomination des Gérants, lequel leur confère la capacité de déterminer la composition de l'organe de gestion de la Société, et les dispositions de l'article L. 233-3 II du Code de commerce, nous estimons que :

› les droits dont bénéficient les Commandités sont constitutifs d'un **contrôle exclusif** ;

› ce contrôle est associé à une fraction des droits de vote comprise entre **40% et 50%**, selon la répartition de l'actionnariat (§ 5.3.2).

5.3.2. À l'analyse des seuils de contrôle

5.3.2.1. Minorité de blocage (1/3 des voix)

La détention d'une minorité de blocage, fixée à **un tiers des voix plus une**, confère à l'actionnaire minoritaire la possibilité de bloquer les décisions prises en AGE, lesquelles nécessitent **une majorité des deux-tiers** ; dans le cas de la Société, les résolutions soumises au vote de l'AGE sont relatives à :

- la modification des Statuts, y compris les résolutions portant sur :
  - le transfert du siège social de la Société ;
  - la modification de l'objet social de la Société ;
  - l'augmentation ou la réduction du capital social de la Société ;
- la fusion de la Société ;
- la désignation d'organes de gouvernance dans certaines situations (§ 5.1.1) ;
- la dissolution ou la liquidation de la Société.

Dès lors que les résolutions proposées à l'AGE de la Société n'émanant pas de la Gérance, nécessitent l'accord préalable des Commandités, nous considérons que les **Commandités disposent au minimum de l'équivalent d'une minorité de blocage d'un tiers**.

En effet, les Commandités sont en position de rejeter la présentation d'une résolution à l'AGE, et ainsi d'avoir le même poids que s'ils disposaient d'une **minorité de blocage lors du vote d'une résolution en AGE qu'ils seraient en mesure de refuser.**

5.3.2.2. Majorité simple (plus de 50% des voix exprimées)

En AGO, les délibérations sont prises à la majorité simple.

Nous observons que :

- le quorum des AGO/AGM tenues ces dernières années s'est établi entre **56%** et **63%** (§ 5.1.3.1) ;
- les résolutions proposées aux AGO ont toutes été approuvées avec une majorité supérieure à 57%[104] (§ 5.1.3.3) pour une majorité requise supérieure à 50% ;
- huit résolutions proposées aux AGO le 11 juin 2024 et le 10 juin 2026 (§ 5.1.3.3), qui n'avaient pas reçu l'agrément de la Gérance, ont été rejetées par l'assemblée des Commanditaires [105] ;
- les Commandités n'ont néanmoins pas la garantie de l'adoption des résolutions présentées aux Actionnaires, bien qu'historiquement les résolutions aient été adoptées à la majorité ;

[104] Supérieure à 81% lors de l'AGM du 12 juin 2025.
[105] Ces résolutions n'ont recueilli respectivement que 27% à 42% des voix et 21% des voix.

- les Commandités ont le pouvoir de désigner les Gérants ; seule la nomination d'un Gérant qui n'est pas Commandité est subordonnée à l'agrément de l'AGO des Commanditaires, qui statue à la majorité simple.

En conséquence, nous considérons que les Commandités ont des droits politiques qui leur confèrent le contrôle exclusif de la Société :

- si l'on se réfère au quorum maximum atteint lors des dernières Assemblées Générales, ce contrôle exclusif est représentatif d'un minimum de **32%**[106] des droits de vote, **niveau qu'il convient de fixer à la minorité de blocage de 33,33%** ;

- indépendamment de toute considération de quorum, la prise en compte du droit de veto dont disposent les Commandités sur certaines résolutions ainsi que de leur pouvoir de désignation des Gérants conduit à retenir, pour l'appréciation de leur poids politique, un quantum de l'ordre de **40% des droits de vote** en l'absence d'autre actionnaire détenant une participation supérieure à ce seuil (§ 5.3.1).

5.3.2.3. Majorité qualifiée

L'ensemble des décisions impliquant notamment des modifications statutaires (augmentation de capital, opération de fusion avec une autre société…) sont prises en AGE à la **majorité qualifiée**, fixée aux **deux-tiers des voix**.

Au cours des dernières années, les résolutions soumises au vote en AGE ont été approuvées avec une majorité de plus de **74%** ; néanmoins, rien ne garantit l'adoption des résolutions présentées en AGE, car les Actionnaires exercent librement leurs droits de vote.

Dès lors, nous considérons que la majorité détenue par les Commandités ne peut être assimilée à une majorité qualifiée qui leur garantirait l'adoption de **toutes les résolutions** ayant recueilli leur accord.

5.3.3. Synthèse sur le niveau de contrôle

Les droits politiques dont bénéficient les Commandités répondent à la définition d'un **contrôle exclusif.**

À date, nous estimons qu'il convient de privilégier l'attribution aux Commandités d'une quote-part de la prime de contrôle :

- bornée par le bas à **33,33% par la minorité de blocage** compte tenu du quorum observé en Assemblée Générale des Commanditaires (§ 5.1.3.1 et § 5.3.2.2) ;

- bornée par le haut à **40%**, ce niveau constituant le **seuil légal de référence** au regard de la présomption de contrôle prévue par l'article L. 233-3 II du Code de commerce qui est applicable à la Société (§ 5.3.1 et § 5.3.2.2).

En l'état actuel de la gouvernance du Groupe et considérant les droits particuliers accordés par les Statuts aux Commandités (§ 5.1.1 et § 5.3), nous estimons que la **borne haute de 40% serait à privilégier.**

[106] 50% x 63% = 31,5% et 50% x 56% = 28%.

5.4. Indemnisation des droits politiques des Commandités

5.4.1. Plafond du droit à indemnisation

L'indemnité octroyée aux Commandités, dans le cadre de la Transformation, vise à compenser la perte de leurs droits politiques.

Dès lors, les Actions de la Société qui leur seront remises ne doivent pas leur permettre de disposer, après la Transformation, d'une participation au capital qui les placerait en situation de continuer à exercer les droits politiques dont la perte a été indemnisée.

Le cumul des droits de vote attachés aux Actions déjà détenues par les Commandités et aux Actions remises en échange de la perte de la totalité des droits des Commandités (droits financiers et politiques) ne peut dépasser le montant le plus faible des deux niveaux suivants :

- la minorité de blocage d'une résolution en AGE, soit un tiers des droits de vote[107] ; et
- la majorité simple de 50% rapportée au niveau de quorum le plus faible observé lors des Assemblées Générales, soit de 56% induisant un niveau de droits de vote de 28%[108].

5.4.2. Ajustement de la participation des Commandités au capital de Rubis

Au 30 juin 2026, les Commandités détiennent 2.370.269 Actions, soit 2,29% du capital de la Société (§ 1.1.3).

Nous comprenons que les Commandités s'étaient engagés à réinvestir 50% des Dividendes Préciputaires en Actions avec un engagement de conservation des titres (« **Lock-up** ») pendant trois années. Cet engagement a été modifié à l'initiative des Commandités en contrepartie d'un maintien de leur participation.

Nous considérons que cette évolution dans l'engagement pris par les Commandités ne doit pas aboutir à majorer la valeur de leurs Droits.

Aussi, nous avons ajusté leur pourcentage de participation. Cet ajustement[109] a été déterminé en convertissant théoriquement 50% des Dividendes Préciputaires attribués au titre des exercices 2024 et 2025[110] en un nombre équivalent d'Actions, sur la base des cours de clôture observés à la date de versement du dividende ordinaire.

Il s'agit d'un ajustement conventionnel pour les besoins de l'évaluation, et non pas d'une modification de la détention juridique constatée au 30 juin 2026.

[107] Nous n'avons pas pondéré en fonction des quorums des Assemblées Générales car le blocage pour soumettre une résolution au vote de l'AGE est exprimé en amont de sa présentation au vote des Actionnaires.
[108] 56% x 50% = 28%.
[109] L'ajustement vient réduire la valeur des Droits.
[110] Aucun Dividende Préciputaire n'avait été accordé au titre de l'exercice 2023.

Ajustement de la participation des Commandités

	Nombre d'actions	% du capital
Détention au 30 juin 2026	2 370 269	2,29%
Ajustement au titre du dividende 2024	204 182	0,20%
Ajustement au titre du dividende 2025	469 936	0,45%
Total des ajustements	674 118	0,65%
Détention ajustée	3 044 387	2,94%

La participation théorique des Commandités dans le capital de Rubis s'élève après ajustement à **2,94%**.

5.4.3. Quantification du droit à indemnisation

Nos travaux nous conduisent à une indemnisation des droits politiques associés au statut des Commandités comprise entre **7,0%** et **8,3% du capital actuel de Rubis** :

Indemnisation des droits politiques

% du capital		Min	Max
Prime de contrôle	(a)	19,0%	22,3%
Poids du contrôle	(b)	40,0%	40,0%
Contrôle déjà détenu	(c)	2,9%	2,9%
Part indemnisable	(d) = (b)-(c)	37,1%	37,1%
Total	(a) x (d)	7,0%	8,3%

Cette estimation se fonde sur :

- une quantification de la prime de contrôle comprise entre **19%** et **22%** (§ 5.2.5), représentative de **l'intégralité du contrôle et des droits de vote** ;
- une assimilation du pouvoir détenu par les Commandités à une situation de contrôle exclusif correspondant à **40%** des droits de vote (§ 5.3.3), tenant compte de la répartition de l'actionnariat à la date du Rapport n°2 ;
- le principe que les Commandités ne peuvent se voir indemnisés de la part des droits de vote déjà détenus au travers de leurs Actions ordinaires, soit **2,94%** des droits de vote (§ 5.4.2).

6. Valorisation des droits financiers des Commandités

Préalablement à la valorisation des droits financiers des Commandités (§ 6.2 et § 6.3) et à la détermination de leur valeur relative (§ 6.4), nous rappelons, dans le présent chapitre, les droits et obligations financiers des Commandités (§ 6.1)

6.1. Droits financiers des Commandités

6.1.1. Rappel des modalités statutaires

L'Article 56 prévoit qu'en raison de leur responsabilité indéfinie et solidaire, les Commandités ont droit à une rémunération spécifique.

L'article 55 des Statuts précise la notion du bénéfice distribuable :

- *« Les produits nets de chaque exercice, déduction faite des frais généraux et autres charges de la Société, y compris tous amortissements et provisions, constituent les bénéfices nets ou les pertes de l'exercice.*

- *Sur les bénéfices nets de chaque exercice diminués, le cas échéant, des pertes antérieures, il est tout d'abord prélevé 5% pour constituer le fonds de réserve légale*[111]*. Étant précisé que la réserve légale constituée pour consolider le capital apporté par les actionnaires commanditaires, restera leur appartenir intégralement et ne pourra, en aucun cas, être distribuée aux associés commandités et ce, même par voie d'augmentation de capital. Cette réserve, calculée sur l'ensemble des bénéfices réalisés par la Société, sera à la charge exclusive des actionnaires commanditaires.*

- *Le solde desdits bénéfices, diminué des pertes antérieures et augmenté du report bénéficiaire, constitue le bénéfice distribuable ».*

En application de l'Article 56, les Commandités bénéficient, au titre d'un exercice social (l'« **Exercice Considéré** »), d'un Dividende Préciputaire égal à 3% de la performance boursière globale (la « **Performance Boursière Globale** »), si elle est positive, étant précisé que le Dividende Préciputaire ne peut excéder 10% du résultat net part du Groupe de l'Exercice Considéré ou le bénéfice distribuable, tel que défini à l'article 55 des Statuts.

La Formule est la suivante :

Performance Boursière Globale = Évolution de la capitalisation boursière + Dividendes Distribués + Droits Détachés

Où :

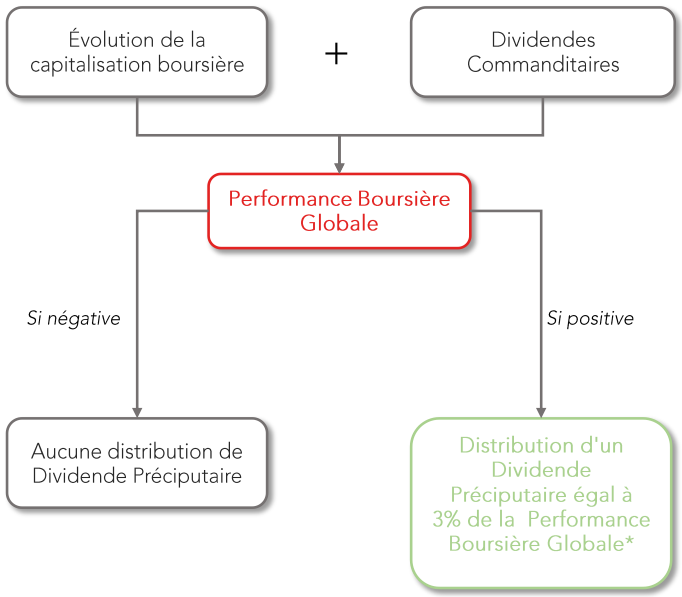
[111] Ce prélèvement cesse d'être obligatoire lorsque ledit fonds atteint le dixième du capital social ; il reprend son cours lorsque, pour une cause quelconque, la réserve légale est descendue au-dessous de ce niveau.

- **Évolution de la capitalisation boursière** = $(Cm_C - Cm_R) \times (Nb_C - Nb_{Auto})$ où :
  - Cm_C = la moyenne des cours d'ouverture des 20 dernières séances de Bourse de l'Exercice Considéré ;
  - Cm_R = la plus élevée des moyennes des cours d'ouverture des 20 dernières séances de Bourse de chacun des trois derniers exercices précédant l'Exercice Considéré (le « **Cours de Référence** ») ;
  - Nb_C = nombre d'Actions en circulation à la clôture de l'Exercice Considéré[112] ;
  - Nb_{Auto} = nombre d'Actions auto-détenues en vue de leur annulation à la date de clôture de l'Exercice Considéré.

- **Dividendes Distribués** = le(s) montant(s) de tous les dividende(s) et acompte(s) sur dividendes, cumulé(s), versé(s) par la Société à ses associés entre l'exercice au cours duquel a été déterminé le Cours de Référence et la clôture de l'Exercice Considéré.

- **Droits Détachés** = valeur de tous les droits détachés des Actions et valeur de tous les titres attribués gratuitement aux Actionnaires[113] entre l'exercice au cours duquel a été déterminé le Cours de Référence et la clôture de l'Exercice Considéré[114].

En synthèse, nous présentons graphiquement le mécanisme de détermination et de distribution du Dividende Préciputaire conformément à la Formule prévue par les Statuts.



** : Plafonné au montant le plus faibles entre le bénéfice distribuable et 10% du résultat net part du Groupe.*

[112] Diminué du nombre d'Actions auto-détenues en vue de leur annulation à la date de cette clôture. Il ne sera pas tenu compte des Actions nouvelles créées depuis la clôture de l'exercice du Cours de Référence à la suite de toute augmentation de capital, à l'exception des Actions qui seraient attribuées gratuitement du fait d'une augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission et du fait d'éventuels divisions ou regroupements d'Actions.

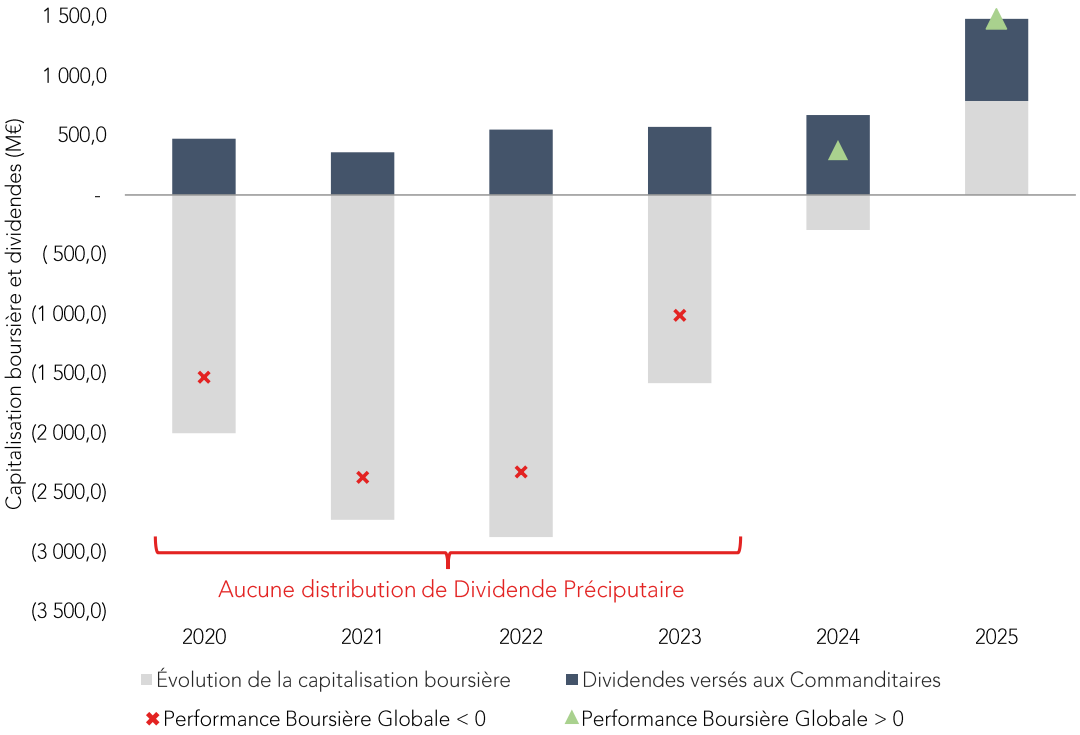
[113] Autres que des Actions de la Société (Article 56).

[114] Lorsque les Droits Détachés et les titres attribués gratuitement sont cotés en Bourse, leur valeur correspond à la moyenne des cours d'ouverture des premiers jours de cotation, dans la limite de 10 jours.

6.1.2. Historique des Dividendes Préciputaires perçus par les Commandités

À partir de l'Article 56 et du mécanisme de distribution du Dividende Préciputaire décrit précédemment (§ 6.1.1), nous retraçons un schéma récapitulatif de son attribution sur la période 2020 à 2025.

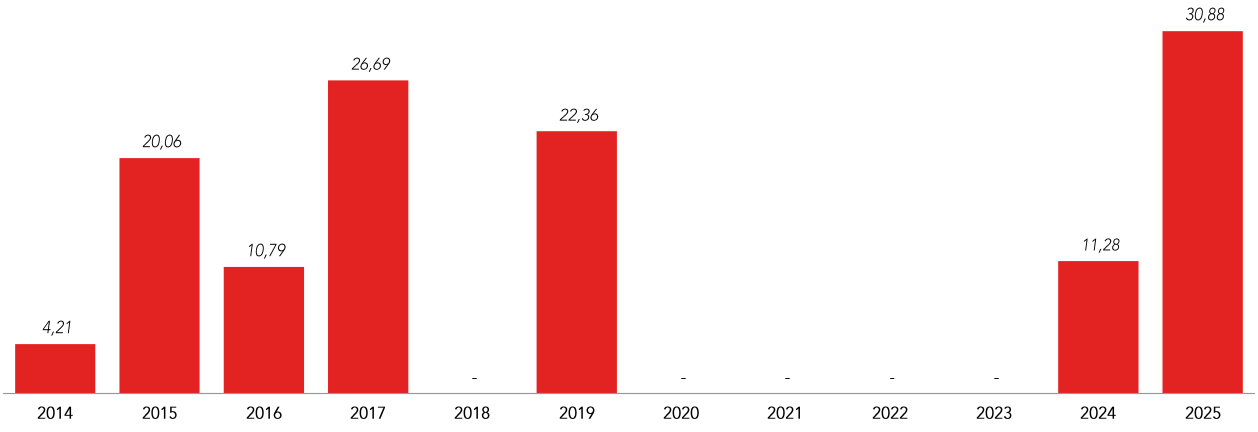
Évolution des paramètres d'attribution du Dividende Préciputaire



Source : Analyses Ledouble

Sur une période plus longue, le montant annuel du Dividende Préciputaire versé aux Commandités a évolué de façon contrastée :

Dividendes Préciputaires versés aux Commandités au titre des exercices 2014-2025 (M€)



Source : Analyses Ledouble

Nous précisons qu'en 2020[115], l'Article 56 définissant les modalités de calcul du Dividende Préciputaire a été modifié, notamment en ce qui concerne :

- la période prise en compte pour le calcul du Cours de Référence[116] ;
- la période considérée pour les Dividendes Distribués et Droits Détachés ;
- les plafonds fixés à 10% du résultat net part du Groupe[117].

6.1.3. Autres droits financiers particuliers

Outre le droit à un Dividende Préciputaire, qui constitue le droit financier principal, les Statuts prévoient, au bénéfice des Commandités, les droits financiers suivants :

- en cas de révocation par vote de l'AGE des Commanditaires d'un Gérant ayant le statut de Commandité, ce dernier a la possibilité de percevoir un dédommagement (**article 20-3°**)[118] ;
- en cas de remboursement des droits dans les conditions prévues par les Statuts[119], le Commandité bénéficie du remboursement de la valeur des droits rattachés à sa qualité de Commandité fixée à 6.000 € (**articles 6-2° et 6-3°**).

6.2. Méthodologie

En préambule, il convient de rappeler que la contrepartie des droits financiers des Commandités étant représentée par des Actions de la Société, nous analysons ici la valeur relative des droits financiers, exprimée en pourcentage du capital de la Société. Les valorisations mises en œuvre n'ont pas pour objectif de déterminer une valeur absolue des droits financiers qui serait requise s'ils étaient indemnisés en numéraire.

La valeur relative des droits financiers repose sur la valorisation de leurs deux composantes :

- au numérateur : les droits financiers des Commandités (§ 6.3) ;
- au dénominateur : les fonds propres de la Société, tels qu'ils ressortent de l'Évaluation Multicritère (§ 3.9).

Nous rappelons que :

- les Commandités bénéficient, en application de l'Article 56, d'un Dividende Préciputaire conditionné à la Performance Boursière Globale de l'Action et au résultat net part du Groupe de l'Exercice Considéré (§ 6.1.1) ; le droit pécuniaire est donc représentatif d'une estimation des sommes futures que les Commandités seraient susceptibles de percevoir en application des dispositions statutaires ;
- les droits financiers peuvent être évalués dans une optique de continuité d'exploitation, par actualisation des Dividendes Préciputaires futurs en considérant notamment les prévisions à moyen terme du Groupe.

[115] Lors de l'AGM en date du 9 décembre 2020.
[116] Correspondant à la période entre l'ouverture de l'exercice précédant l'exercice de référence et la clôture de ce dernier.
[117] Avant dotations aux amortissements et provisions des immobilisations incorporelles.
[118] Les modalités de détermination du montant du dédommagement sont fixées à l'article 1843-4 du Code Civil.
[119] En cas de décès, d'interdiction d'exercer une profession commerciale, de faillite personnelle, de redressement ou de liquidation judiciaire.

6.3. Valorisation des droits financiers

6.3.1. Mise en œuvre de la simulation Monte-Carlo

Le montant futur des Dividendes Préciputaires est estimé à partir de deux natures de données :

- d'une part, le niveau du cours de l'Action et son évolution qui sont des données externes au Groupe (§ 6.3.1.1) ; et
- d'autre part, le résultat attendu par le Groupe dans l'avenir ainsi que les perspectives de distribution de dividendes aux Commanditaires dont le niveau peut être approché à partir des prévisions établies par le Groupe (§ 6.3.1.2).

6.3.1.1. Évolution prévisionnelle du cours de l'Action

Nous avons retenu une simulation Monte-Carlo, méthode permettant d'appréhender un flux dont la survenance et le montant dépendent de variables aléatoires. Elle consiste à simuler un nombre élevé de trajectoires possibles du cours de l'Action, puis à déterminer, pour chacune d'elles, le Dividende Préciputaire résultant de l'application des dispositions statutaires.

L'évolution du cours de l'Action est modélisée selon un mouvement brownien géométrique, modèle de référence usuellement retenu pour simuler les trajectoires futures des actifs cotés :

$$Cours\ t+1 = Cours\ t\ \times \exp[\left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)\Delta t + \ \sigma\sqrt{\Delta t}\ \times Z]$$

Où :

- μ correspond au taux de rendement espéré annuel du titre ;
- σ est la volatilité annualisée du titre[120] ;
- $\sqrt{\Delta t}$ correspond au pas de temps[121] ;
- Z est une variable aléatoire suivant la loi normale réduite *N(0,1)*.

Les paramètres du mouvement brownien ont été calibrés comme suit :

- un taux de rendement espéré μ de 10,88%, correspondant au coût des fonds propres retenu pour Rubis[122], cohérent avec l'hypothèse d'efficience des marchés selon laquelle, à l'équilibre, le rendement total attendu par les Actionnaires est égal au coût du capital exigé par ces derniers ;
- une volatilité de 27,8%[123] déterminée à partir de l'analyse historique des rendements journaliers du cours de l'Action sur une période de cinq ans ;
- un cours initial correspondant au cours moyen de l'Action observé sur les vingt dernières séances de bourse de l'exercice clos le 31 décembre 2025, conformément à la définition du Cours de Référence prévue à l'Article 56 ; et
- un résultat net part du Groupe prévisionnel issu du plan d'affaires consolidé de la Société.

[120] Le terme – $\sigma^2/2$ correspond à la correction d'Itô qui garantit que le rendement espéré du cours simulé est égal exactement à μ sur la durée. Sans cette correction, la convexité de la fonction exponentielle combinée à la volatilité génèrerait un biais haussier structurel sur les trajectoires simulées.
[121] Fixé à 1 an, cohérent avec la fréquence de calcul de l'Article 56.
[122] Au 30 septembre 2026.
[123] Au 30 septembre 2026.

La simulation repose sur 20.000 trajectoires indépendantes du cours de l'Action, projetées annuellement sur une période de dix exercices. Pour chaque trajectoire et chaque exercice, le Dividende Préciputaire est déterminé par application stricte de la Formule, incluant le mécanisme du Cours de Référence.

6.3.1.2. Résultat net du Groupe

Afin d'être parfaitement homogène au numérateur et au dénominateur pour le calcul du Rapport d'Échange, nous avons retenu les prévisions de résultat net consolidé et de distribution de dividendes issues du plan d'affaires du Groupe consolidant les prévisions par activité qui sous-tendent l'Évaluation Multicritère (§ 3).

6.3.2. Actualisation des Dividendes Préciputaires

Pour chaque trajectoire simulée, les Dividendes Préciputaires ont été actualisés au coût des fonds propres sur la période de projection, auquel s'ajoute la valeur terminale.

La valeur terminale a été déterminée par capitalisation d'un Dividende Préciputaire normatif, au coût des fonds propres minoré du taux de croissance à long terme retenu dans nos travaux de valorisation.

La valeur des droits financiers des Commandités, correspond à la moyenne, sur l'ensemble des trajectoires simulées, de la somme des flux actualisés de la période de projection et de la valeur terminale actualisée.

6.3.3. Synthèse de la valorisation des droits financiers

Nous avons mené des analyses de sensibilité de la valeur des droits financiers des Commandités aux variations croisées du taux d'actualisation et de la croissance normative.

Analyse de sensibilité des droits financiers par Action (€)

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-50 bp	-25 bp	0 bp	+25 bp	+50 bp
-30 bp	1,93 €	1,87 €	1,82 €	1,77 €	1,72 €
-15 bp	1,95 €	1,89 €	**1,83 €**	1,78 €	1,73 €
0 bp	1,96 €	**1,90 €**	**1,85 €**	**1,79 €**	1,74 €
+15 bp	1,98 €	1,92 €	**1,86 €**	1,81 €	1,76 €
+30 bp	2,00 €	1,94 €	1,88 €	1,82 €	1,77 €

La valorisation des droits financiers issue de la simulation Monte-Carlo ressort en valeur centrale à **1,85 €**[124] par Action.

[124] La valeur centrale a été retenue pour déterminer le Rapport d'échange, sauf pour celui fondé au dénominateur sur la valeur analogique par les Comparables Boursiers, qui n'affiche pas de valeur centrale. Pour ce dernier calcul, nous avons retenu la fourchette de valeur des droits financiers de 1,79 € à 1,90 €.

Nous précisons que :

- les montants présentés correspondent à une espérance mathématique calculée sur l'ensemble des trajectoires simulées, et non pas à une prévision du Dividende Préciputaire qui sera effectivement versé au titre des exercices à venir en l'absence de Transformation ;
- notre approche permet de tenir compte des scénarios dans lesquels aucun Dividende Préciputaire n'est distribué, sans ignorer la valeur des distributions susceptibles d'intervenir dans les autres scénarios.

6.3.4. Approche complémentaire indicative

Afin d'apprécier la cohérence de la valorisation issue du Monte-Carlo, nous avons retenu deux références complémentaires, correspondant à des pourcentages du résultat net part du groupe (« RNPG ») prévisionnel de Rubis.

Ces pourcentages sont issus des paramètres minimum et maximum de la formule envisagée dans le cadre du projet de modification de l'Article 56 sur lequel le Conseil de Surveillance du 29 septembre 2026 a formulé un avis favorable. Ils ne constituent pas les conditions statutaires actuellement applicables mais sont utilisés ici exclusivement comme repères indicatifs.

Pour chacun de ces deux niveaux, nous avons déterminé la valeur actuelle des résultats nets consolidés du Groupe, en retenant leur perception annuelle sur l'horizon prévisionnel et leur prolongement à long terme au travers d'une valeur terminale. Ces flux sont issus du Plan d'Affaires consolidant les prévisions par activité qui sous-tendent l'Évaluation Multicritère (§ 3).

Cette approche conduit à trois références :

- une valeur plancher des droits financiers des Commandités qui correspond à un Dividende Préciputaire calculé sur le pourcentage minimum du RNPG ;
- une valeur centrale des droits financiers des Commandités issue de la simulation Monte-Carlo ;
- une valeur plafond des droits financiers des Commandités qui correspond à un Dividende Préciputaire calculé sur le pourcentage maximum du RNPG.

Ces références permettent d'apprécier la valeur des droits financiers selon des hypothèses complémentaires, sans assimiler les seuils à des limites juridiques de la Formule.

La valeur des droits financiers est ensuite rapportée à la valeur des fonds propres de Rubis déterminée sur une base homogène, à savoir l'évaluation intrinsèque DCF fondée sur les mêmes prévisions, la même méthodologie, et des paramètres d'évaluation homogènes.

Sur la base d'une valeur centrale des fonds propres et en considérant une refonte de l'Article 56 selon les modalités examinées par le Conseil de Surveillance, la valeur des droits financiers des Commandités aurait représenté un plancher de 1,3% et un plafond de 4,5% du capital actuel de Rubis.

6.4. Valeur relative des droits financiers

Nous présentons le poids des droits financiers au regard des valeurs de l'Action issues de l'Évaluation Multicritère :

Synthèse des droits financiers	Min.	Centrale	Max.
Références boursières			
Spot au 30 septembre 2026		4,8%	
20 séances		4,8%	
60 séances		5,0%	
120 séances		5,0%	
180 séances		4,9%	
250 séances		5,0%	
12 mois		5,0%	
Cours cible des analystes financiers - 30 septembre 2026	3,5%	4,1%	4,7%
Approche intrinsèque			
DCF - Plan d'Affaires	3,6%	3,8%	4,0%
Approches analogiques			
Comparables Boursiers	4,0%		4,1%

Source : Analyse Ledouble

Nous avons écarté le Rapport d'Échange déterminé à partir des cours de bourse actuels de l'Action qui ne porte pas sur les valeurs relatives homogènes au numérateur et au dénominateur de la Formule. En effet, les droits financiers ont été calculés sur des projections alors que le cours de bourse reflète la vision actuelle en décote par rapport aux objectifs de cours des analystes.

Rapportée aux valeurs de l'Action issues de l'Évaluation Multicritère, nous considérons que la valeur des droits financiers[125] représente un poids compris entre **3,5% et 4,7%** du capital actuel de Rubis, selon la référence retenue.

- les objectifs de cours des analystes ont été majorés de la Décote SCA (§ 3.5.3) ;
- l'Évaluation Multicritère, qui apprécie séparément chacune des activités du Groupe selon les méthodes et paramètres les plus adaptés à leurs caractéristiques, constitue, à notre avis, la référence à privilégier pour apprécier la valeur économique des fonds propres de Rubis, et déterminer un Rapport d'échange à partir de valeurs relatives homogènes entre le Groupe et les droits financiers.

Nous privilégions en conséquence une valeur des droits financiers correspondant à 4,0% du capital actuel de Rubis, qui constitue le point de convergence des deux méthodes mises en œuvre dans le cadre de l'Évaluation Multicritère.

[125] Le Rapport d'Échange est déterminé à partir de la valeur centrale des droits financiers (§ 6.3.3) à l'exception de l'évaluation analogique par les Comparables Boursiers pour lesquels, en l'absence de valeur centrale, nous avons privilégié la fourchette de 1,79 € à 1,90 € pour les droits financiers.

7. Responsabilité illimitée

7.1. Responsabilité des Commandités

La Société est régie par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur sur les SCA et par les Statuts.

- La SCA est définie à l'article L. 226-1 du Code de commerce, qui précise notamment que « *la société en commandite par actions, dont le capital est divisé en actions, est constituée entre un ou plusieurs commandités, qui ont la qualité de commerçant et répondent indéfiniment et solidairement des dettes sociales, et des commanditaires, qui ont la qualité d'actionnaires et ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports.* »

- Les Statuts définissent la responsabilité des Commandités à deux niveaux :
  - une responsabilité indéfinie et solidaire des dettes sociales de la Société ;
  - une prise en charge des pertes dès lors que l'actif net devient négatif.

Ces deux responsabilités sont conditionnées et concernent des éléments déterminés sur la base des comptes sociaux, à savoir l'actif net et les dettes sociales.

Le risque associé à la responsabilité illimitée des Commandités, en contrepartie de laquelle ils perçoivent le Dividende Préciputaire prévu par les Statuts, correspond au montant qu'ils seraient susceptibles de devoir supporter dans l'hypothèse où la Société se trouverait en situation de cessation des paiements.

7.2. Indemnisation liée à la Transformation

Les Commandités sont indéfiniment et solidairement responsables des dettes sociales de la Société. Ils supportent également les pertes lorsque l'actif net social devient négatif dans les conditions prévues par les Statuts.

La disparition de cette exposition liée à la Transformation constitue un avantage économique pour les Commandités, qui doit venir en déduction de l'indemnisation de leurs droits politiques et financiers.

La valeur de cet avantage dépend principalement de deux facteurs :

- la probabilité de mise en jeu de la responsabilité, notamment en cas de défaillance de la Société ;

- l'importance des pertes susceptibles d'être supportées par les Commandités si cette responsabilité devait être engagée.

Dans le cas de Rubis, ce risque doit être apprécié au niveau de Rubis SCA, société holding, et non pas à celui du Groupe à la date de l'indemnisation.

Le bilan simplifié, issu des comptes sociaux de la Société au titre des deux derniers exercices clos, se présente comme suit.

Actif

M€	déc.-24	déc.-25
Immobilisations incorporelles et corporelles	1	2
Participations	1 102	1 102
Autres immobilisations financières	2	1
Actif immobilisé	*1 105*	*1 105*
Créances clients et autres créances	803	819
Valeurs mobilières de placement	119	80
Disponibilités	119	180
Charges constatées d'avance	1	1
Actif circulant	*1 042*	*1 080*
Total Actif	2 147	2 185

Passif

M€	déc.-24	déc.-25
Capitaux propres	2 126	2 164
Provisions pour risques et charges	1	2
Emprunts et dettes des établissements de crédit	0	-
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	5	4
Dettes fiscales et sociales	11	12
Autres dettes	4	3
Total Passif	2 147	2 185

Source : Société

La situation financière de la Holding au 31 décembre 2025 fait ressortir des capitaux propres de 2,2 Md€, une absence d'endettement bancaire et une trésorerie significative.

Ces constats conduisent à considérer que le risque de mise en jeu de la responsabilité des Commandités est actuellement financièrement nul, sans être juridiquement inexistant.

Compte tenu des caractéristiques financières de Rubis SCA, nous ne quantifions **aucun avantage économique résultant de l'extinction de cette responsabilité particulière à l'issue de la Transformation.**

Cette estimation constitue une appréciation économique de l'absence de risque financier actuellement attaché à la responsabilité particulière des Commandités.

8. Indemnisation des Droits des Commandités

L'indemnisation des Commandités vise à compenser la disparition définitive des Droits attachés à leur statut dans le cadre de la Transformation.

Elle résulte de la combinaison de la valeur des **droits politiques** et **des droits financiers** auxquels ils renoncent.

- **Droits politiques :** la combinaison d'une prime de contrôle comprise entre **19% et 22%** et d'un contrôle indemnisable de l'ordre de **37%**, après déduction de la participation déjà détenue, conduit à une valeur des droits politiques comprise entre **7,0% et 8,3%** du capital de Rubis.

- **Droits financiers :** sur la base de nos travaux de valorisation et du point de convergence entre les approches intrinsèque et analogique, nous retenons une valeur correspondant à **4,0%** du capital de Rubis.

- **Responsabilité illimitée :** aucune minoration n'est retenue au titre de l'extinction de la responsabilité particulière des Commandités en l'absence de risque financier actuellement supporté.

Indemnisation des droits des Commandités

% du capital		Min.	Max.
Prime de contrôle	(a)	19,0%	22,3%
Poids du contrôle	(b)	40,0%	40,0%
Contrôle déjà détenu	(c)	2,9%	2,9%
Part indemnisable	(d) = (b)-(c)	37,1%	37,1%
Droits politiques	(a) x (d)	7,0%	8,3%
Suppression du risque		0,0%	0,0%
Droits financiers		4,0%	4,0%
Indemnité totale		11,0%	12,3%

L'indemnité totale des Commandités ressort ainsi comprise entre **11,0%** et **12,3%** du capital actuel de Rubis[126].

La présente analyse ne préfigure pas l'évolution du cours de bourse de Rubis à l'issue de la Transformation qui dépend de nombreux facteurs et ne peut être anticipée. Ainsi, notre Mission ne peut pas avoir pour objet de déterminer l'impact de la Transformation de la Société sur son cours de bourse.

[126] A titre de comparaison, nous présentons en **Annexe 3** les conditions financières des opérations de transformation des SCA en SA réalisées historiquement.

9. Conclusion

Le Conseil de Surveillance de Rubis nous a désignés en qualité d'expert indépendant avec pour Mission d'apprécier le Rapport d'échange des parts des Commandités en Actions ordinaires de la Société en nous appuyant sur les Droits attachés au statut des Commandités tels que prévus dans les Statuts, soit :

- les droits politiques associés à la gouvernance de la Société ;
- les droits financiers assimilables aux droits dans le résultat de la Société.

L'indemnisation des Droits associés au statut des Commandités, exprimée en pourcentage du capital actuel de Rubis, est estimée, de manière objective, dans une fourchette comprise entre **11,0%** et **12,3%**.

À notre avis, l'intérêt pour les Actionnaires de Rubis, à la fois financier et en termes de gouvernance, de transformer la Société en société anonyme, peut justifier une indemnisation se situant en haut de cette fourchette.

Ainsi, une indemnisation qui serait fixée à 12,3% du capital actuel de Rubis, ne nous paraît pas contraire à l'intérêt des Commanditaires.

Paris, le 30 octobre 2026

LEDOUBLE SAS



Stéphanie Guillaumin

Associée



Agnès Piniot

Présidente, Associée

Annexes

- Présentation des Comparables Boursiers Rubis Énergie — Annexe 1
- Présentation des Comparables Boursiers Rubis Photosol — Annexe 2
- Présentation des opérations de transformation de SCA en SA — Annexe 3

LES ANNEXES SUIVANTES COMPORTENT DES DONNÉES À CARACTÈRE CONFIDENTIEL

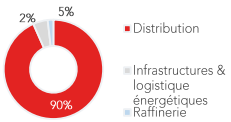
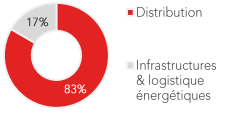
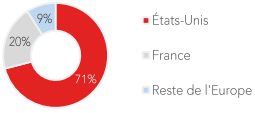
Leur communication est réservée au Conseil de Surveillance

- Taux d'actualisation et croissance perpétuelle — Annexe 4
- Estimations des capacités installées de Photosol — Annexe 5
- Estimations des Projections Aurora — Annexe 6

ANNEXE 1 : Présentation des Comparables Boursiers Rubis Énergie

Présentation

Description des Comparables Boursiers Rubis Energie

Société	Pays	Description	Cap. boursière (M€)	CA 2025 (M€)	% EBITDA 2025	Chiffres d'affaires par segment d'activité	Chiffres d'affaires par zone géographique
SUNOCO LP		Acteur nord-américain spécialisé dans la distribution de carburants et l'exploitation d'infrastructures énergétiques, notamment de pipelines et terminaux.	13 243	21 464	6,7%		non communique
UGI		Groupe énergétique diversifié, actif principalement dans la distribution de gaz naturel et de GPL ainsi que dans les infrastructures et services énergétiques aux États-Unis et en Europe.	6 843	6 211	24,6%		

Profil opérationnel

Profil opérationnel des Comparables Boursiers Rubis Energie

Société	Croissance chiffre d'affaires			Marge EBITDA pré-IFRS 16		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Sunoco LP	66,1%	14,3%	1,6%	8,8%	7,9%	8,2%
UGI Corporation	2,0%	4,8%	2,4%	24,0%	24,4%	25,1%
Moyenne	**34,0%**	**9,5%**	**2,0%**	**16,4%**	**16,2%**	**16,6%**
Médiane	**34,0%**	**9,5%**	**2,0%**	**16,4%**	**16,2%**	**16,6%**

Source : Bloomberg

Critères de sélection

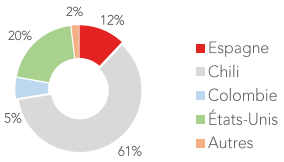
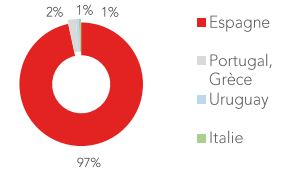
Matrice de sélection des Comparables Boursiers Rubis Energie

Société	Pays	Taille	Activités	Implantation géographique
Sunoco LP	Etats-Unis			
UGI Corporation	Etats-Unis			

ANNEXE 2 : Présentation des Comparables Boursiers Rubis Photosol

Présentation

Description des Comparables Boursiers Rubis Photosol

Société	Pays	Description	Cap. boursière (M€)	CA 2025	Capacités installées	Répartition géographique des capacités installées
Grenergy renovables		Producteur d'électricité indépendant (IPP) basé en Espagne, spécialisé dans les énergies renouvelables	2 685	1,1 Md€	3,1 GW	
Solaria Energia y Medio Ambiente		Société espagnole spécialisée dans la production d'énergie électrique et l'exploitation et la gestion des centrales photovoltaïques	2 301	197,0 M€	3,1 GW	

Profil opérationnel

Profil opérationnel des Comparables Boursiers Rubis Photosol

Société	CA				EBITDA pré IFRS 16			
	2026	2027	2028	2029	2026	2027	2028	2029
Grenergy Renovables	(10,6%)	16,3%	23,2%	29,8%	24,8%	31,0%	36,2%	40,6%
Solaria Energía y Medio Ambiente	102,2%	22,8%	21,7%	16,6%	90,7%	90,3%	86,4%	78,8%
Moyenne	**45,8%**	**19,6%**	**22,5%**	**23,2%**	**57,8%**	**60,6%**	**61,3%**	**59,7%**
Médiane	**45,8%**	**19,6%**	**22,5%**	**23,2%**	**57,8%**	**60,6%**	**61,3%**	**59,7%**

Critères de sélection

Matrice de sélection des Comparables Boursiers Rubis Photosol

Société	Pays	Taille	Activités	Implantation géographique
Grenergy renovables	Espagne	◑	●	◑
Solaria Energia y Medio Ambiente	Espagne	◑	●	◕

ANNEXE 3 : Opérations de transformation de SCA en SA

Transformation de SCA en SA

Société	Date	Rémunération statutaire des commandités	% droits financiers	% droits non-financiers	Total
Yves Saint Laurent	1993	Pour les deux associés commandités 1% du bénéfice net social de l'exercice 1% du boni de liquidation Pour le gérant commandité 0,50% du bénéfice consolidé avant impôt	1,85%	7,00%	8,85%
Casino	1994	1% des profits distribuables	nc	nc	0,4%
Maurel & Prom	2004	20%* (résultat net avant impôt - 10% capitaux propres)	18,2%	3,0%	21,2%
Elior	2014	0,1% du bénéfice	0,1%	7,2%	7,3%
Foncière Développement Logements	2009	Dividende préciputaire fixe de 0,5 M€	nc	nc	0,20%
Lagardere	2021	1% du résultat net consolidé du Groupe	nc	nc	7,63%