

LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE BOURBON

INITIEE PAR LA SOCIETE JACCAR HOLDINGS



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 2 mai 2014, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet KPMG Corporate Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Bourbon (www.bourbon-online.com) et peut être obtenu sans frais auprès de Bourbon (33 rue du Louvre – 75002 Paris).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Bourbon seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF. Un communiqué de presse sera publié conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

S O M M A I R E

1.	RAPPEL DES PRINCIPALES MODALITES DE L'OFFRE	3
1.1	L'Initiateur de l'Offre.....	3
1.2	Motifs de l'Offre.....	3
1.3	Contexte de l'Offre.....	5
1.4	Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre.....	6
1.5	Rappel des principaux termes de l'Offre	10
2.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT – ATTESTATION D'EQUITE	14
1.	Présentation de l'opération et principaux travaux mis en œuvre.....	14
2.	Contexte et approche	18
3.	Evaluation des actions de la Société	34
4.	Analyse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre.....	48
5.	Conclusion.....	51
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	56
3.1	Avis motivé du conseil d'administration de la Société	56
3.2	Intentions des membres du conseil d'administration	61
3.3	Intention de la Société quant aux actions auto-détenues.....	62
4.	INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIETE.....	63
4.1	Structure du capital de la Société	63
4.2	Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions.....	63
4.3	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société	63
4.4	Titres comportant des droits de contrôle spéciaux	64
4.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	64
4.6	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts	64
4.7	Pouvoirs du conseil d'administration en matière d'émission et de rachat de titres.....	65
4.8	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	67
4.9	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, de la direction générale ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	67
5.	MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	68
6.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	69

1. RAPPEL DES PRINCIPALES MODALITES DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Jaccar Holdings, société de droit luxembourgeois au capital de 173 454 170 euros, dont le siège social est situé 30, Boulevard Grande Duchesse Charlotte, L – 1330 Luxembourg, immatriculée au registre de commerce et des sociétés luxembourgeois sous le numéro B 103 405, (« **Jaccar** » ou l' « **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Bourbon, société anonyme au capital de 47 360 582 euros divisé en 74 559 688 actions, dont le siège social est situé 33, rue du Louvre, 75002 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 310 879 499 R.C.S. Paris (« **Bourbon** » ou la « **Société** »), d'acquérir dans les conditions décrites ci-après la totalité des actions de la Société au prix de 24 euros (coupon attaché) payable exclusivement en numéraire (l' « **Offre** »).

Les actions Bourbon sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé NYSE-Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous les codes ISIN FR0004548873 (mnémonique GBB) et FR0010275636 (mnémonique GBBNV).

1.1 L'Initiateur de l'Offre

L'Initiateur est une société contrôlée par la société Cana Tera, société par actions simplifiée, au capital social de 5 558 880 euros, dont le siège social est situé 994 Chemin du Canadeau, 83330 Le Plan du Castellet, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 451 028 138 R.C.S. Toulon (« **Cana Tera** »), elle-même contrôlée par M. Jacques d'Armand de Chateaufieux et sa famille.

A la connaissance de la Société :

- L'Initiateur détient, à la date du présent projet de note d'information, 19 411 736 actions Bourbon représentant 26,04% du capital social de la Société et 27,12% des droits de vote exerçables en assemblée générale ;
- M. Jacques d'Armand de Chateaufieux détient, directement et au travers de Cana Tera, 138 627 actions Bourbon, représentant, 0,19% du capital social et 0,19% des droits de vote exerçables en assemblée générale.

L'Initiateur, présumé agir de concert avec M. Jacques d'Armand de Chateaufieux et Cana Tera au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, détient ainsi, de concert avec ces derniers, à la date du présent projet de note d'information, 19 550 363 actions Bourbon représentant 26,22% du capital social et 27,31% des droits de vote exerçables en assemblée générale.

1.2 Motifs de l'Offre

L'Initiateur a présenté les motifs suivants.

Jaccar Holdings a accompagné la stratégie suivie par Bourbon depuis plus de trente années.

Cette stratégie se caractérise par une croissance voulue dans les métiers où Bourbon s'est investie par une diversification de portefeuille d'activités ayant conduit successivement :

- à se focaliser sur la restructuration du métier de production sucrière à La Réunion ;

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

- à développer un conglomérat de trois métiers : agroalimentaire, grande distribution et services maritimes ; en 1998, après des années de restructuration et de diversification des activités dans l'agroalimentaire puis dans la distribution et les services maritimes, les titres Bourbon ont été introduits en Bourse sur le Second Marché à Paris ;
- à se concentrer sur un seul métier pour en devenir le leader mondial : les services maritimes à l'offshore pétrolier. Bourbon a ensuite été classée par Euronext Paris, en 2004, dans le secteur « Services Pétroliers ». Opérant dans plus de 45 pays, notamment à travers ses 27 filiales opérationnelles, Bourbon offre une gamme complète de services maritimes à l'offshore pétrolier. Bourbon propose aux industriels pétroliers une vaste gamme de services de support à l'exploration, au développement et à la production des champs pétroliers, gaziers et éoliens, en offshore profond comme en offshore continental, via ses activités Marines Services et Subsea Services.

Jaccar Holdings est la société privée d'investissement de Jacques d'Armand de Chateauvieux, principalement engagée dans des activités du secteur maritime et particulièrement active dans l'univers pétrolier et gazier. Elle rassemble les intérêts patrimoniaux de la famille Jacques d'Armand de Chateauvieux et est l'actionnaire historique de référence de Bourbon.

Bourbon constitue aujourd'hui le principal actif de Jaccar Holdings dont elle représente 45% du portefeuille.

Jaccar Holdings a accompagné la stratégie de Bourbon au cours de ces trente dernières années et a été amenée à faire le constat que la situation de Bourbon, aujourd'hui, se caractérise par une maturation du business model se traduisant par une réduction de la croissance, la génération de cash-flow libre et l'atteinte de certaines limites dans les parts de marchés accessibles ou acceptables pour les clients.

C'est dans ce contexte que Jaccar Holdings a décidé de lancer une offre publique d'achat sur les actions Bourbon avec pour objectifs :

- de garantir, dans un contexte de société restant cotée en Bourse, la continuité d'une stratégie audacieuse, ouverte et innovante, seule susceptible de maintenir croissance et création de valeur au-delà de ce que Bourbon est devenue aujourd'hui ;
- de piloter étroitement la nature des partenariats et les choix des partenaires de Bourbon dans la continuité de ce qui a fait la croissance rapide et, généralement, réussie de Bourbon à l'international ;
- de s'assurer que les valeurs de l'entreprise qui ont fait son succès continuent à s'y développer, par un contrôle suffisant du choix des personnels clés notamment ;
- de pouvoir intégrer au conseil d'administration des représentants familiaux ou non, ayant les mêmes objectifs et vivant les mêmes valeurs, en nombre suffisant.

L'Initiateur a en outre la conviction que c'est par une structure de management basée sur un certain nombre de valeurs et d'attitudes – professionnalisme, enthousiasme, responsabilité et solidarité – et par la valeur de l'exemple des dirigeants, au premier rang desquels le Président de Bourbon, que le succès reconnu par les clients, le personnel et les actionnaires a pu être obtenu.

C'est ainsi que le lancement d'une offre publique d'achat est apparu à ce moment de la vie de l'entreprise, comme le moyen approprié d'atteindre ces objectifs dans la continuité de ce qui a fait son succès au bénéfice de toutes les parties prenantes : clients, personnels, actionnaires et communautés où Bourbon opère dans le monde.

1.3 Contexte de l'Offre

1.3.1 Participation de l'Initiateur et conclusion éventuelle d'un pacte d'actionnaires

A la connaissance de la Société, l'Initiateur, présumé agir de concert avec M. Jacques d'Armand de Chateaufieux et Cana Tera au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, détient, de concert avec ces derniers, à la date du présent projet de note d'information, 19 550 363 actions Bourbon représentant 26,22% du capital social et 27,31% des droits de vote exerçables en assemblée générale.

A la connaissance de la Société, l'Initiateur ne détient aucun instrument ni n'a conclu de contrat susceptible de lui permettre d'acquérir des titres Bourbon, à sa seule initiative.

L'Initiateur a par ailleurs indiqué entendre acquérir le contrôle en droits de vote de la Société, soit (i) exclusivement au moyen des actions qu'il détient et de celles qui seraient apportées à l'Offre, soit (ii), dans l'hypothèse où ces actions ne permettraient pas d'atteindre cet objectif, en y agréant les actions qui sont détenues par M. Henri d'Armand de Chateaufieux et les sociétés contrôlées par ce dernier.

C'est pourquoi, dans l'hypothèse où il n'atteindrait pas le seuil de 50% des droits de vote exerçables en assemblée générale à la date de centralisation de l'Offre par Euronext Paris (incluse), l'Initiateur se réserve la possibilité de conclure un pacte d'actionnaires (le « **Pacte d'Actionnaires** ») constitutif d'une action de concert (au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce) vis-à-vis de la Société avec (i) M. Henri d'Armand de Chateaufieux, (ii) la société Mach-Invest, société par actions simplifiée, au capital social de 49 911,81 euros, dont le siège social est situé 33 rue du Louvre, 75002 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 341 488 195 (« **Mach-Invest** ») et (iii) la société Mach-Invest International, société de droit Luxembourgeois, au capital social de 20 233 320 euros, dont le siège social est situé 12 rue Eugène Rupert – L. 2453 Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 147 169 (« **Mach-Invest International** ») (ensemble, avec Jaccar, Cana Tera et M. Jacques d'Armand de Chateaufieux, le « **Concert** »). Les sociétés Mach-Invest et Mach-Invest International sont contrôlées par M. Henri d'Armand de Chateaufieux et sa famille.

Les principales stipulations du Pacte d'Actionnaires qui serait en cette hypothèse conclu par l'Initiateur sont décrites au paragraphe 1.4.1 ci-dessous. Ce Pacte d'Actionnaires, s'il devait être conclu, constituera une action de concert en vue de prendre le contrôle de la Société, dans laquelle Jaccar sera prédominant.

La conclusion de ce Pacte d'Actionnaires interviendrait uniquement dans l'hypothèse où l'Initiateur (et les personnes avec lesquelles il est présumé agir de concert, à savoir Cana Tera et M. Jacques d'Armand de Chateaufieux) ne pourrait atteindre le seuil de renonciation visé au paragraphe 1.5.3 ci-dessous, afin que l'Offre connaisse une suite positive.

Il est expressément précisé que, dans le cas où un tel Pacte d'Actionnaires serait signé, l'Initiateur n'envisage pas de procéder au dépôt d'une offre publique en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF dès lors que l'Offre vérifie déjà les conditions d'une telle offre.

1.3.2 Répartition du capital et des droits de vote de la Société

A la connaissance de la Société, à la date de la présente note d'information, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis ainsi qu'il suit :

	Actions		% Droits de vote	
	nb	%	théoriques*	réels**
Jaccar Holdings	19 411 736	26,04%	26,04%	27,12%
Cana Tera	126 141	0,17%	0,17%	0,18%
Jacques d'Armand de Chateaufieux	12 486	0,02%	0,02%	0,02%
Total Initiateur***	19 550 363	26,22%	26,22%	27,31%
Mach-Invest	7 700	0,01%	0,01%	0,01%
Mach-Invest International	5 754 191	7,72%	7,72%	8,04%
Henri d'Armand de Chateaufieux	360 107	0,48%	0,48%	0,50%
Monnoyeur SAS	3 986 167	5,35%	5,35%	5,57%
Financière de l'Echiquier	3 740 203	5,02%	5,02%	5,22%
Auto détention	2 965 102	3,98%	3,98%	0,00%
Salariés	590 743	0,79%	0,79%	0,83%
Public	37 605 112	50,44%	50,44%	52,53%
Total	74 559 688	100,00%	100,00%	100,00%

* Sur la base de 74 559 688 droits de vote théoriques au 31 mars 2014.

** Sur la base de 71 587 547 droits de vote en assemblée générale au 31 mars 2014.

*** L'Initiateur est présumé agir de concert avec la société Cana Tera et M. Jacques d'Armand de Chateaufieux.

1.3.3 Acquisitions de titres Bourbon par le Concert au cours des douze derniers mois

L'Initiateur a déclaré n'avoir acquis au cours des douze mois précédant le dépôt de l'Offre aucune action Bourbon ni n'avoir conclu de contrat ou acquis d'instrument lui permettant d'acquérir des titres Bourbon à sa seule initiative.

1.4 Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre

À l'exception des engagements énoncés ci-dessous, la Société n'a connaissance d'aucun accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

1.4.1 Pacte d'Actionnaires susceptible d'être conclu par l'Initiateur

A la connaissance de la Société, les principales stipulations du Pacte d'Actionnaires que l'Initiateur se réserve le droit de conclure dans l'hypothèse mentionnée au paragraphe 1.3.1 ci-dessus, sont indiquées ci-dessous.

Le Pacte d'Actionnaires sera conclu pour une durée de 5 ans et aura pour finalité d'assurer la prise de contrôle de la Société par le Concert, dans le cadre d'un concert offensif au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce.

Celui-ci prévoira les règles de gouvernance que les parties entendent mettre en place ainsi que les modalités de transfert de leurs participations réciproques.

1.4.1.1 Règles applicables en matière de gouvernance

(i) Composition du conseil d'administration

Le Pacte d'Actionnaires prévoira que le conseil d'administration de la Société sera composé de 10 membres au plus nommés pour un mandat de 3 ans et dont 9 membres seront désignés de la manière suivante :

- L'Initiateur aura le droit de proposer 3 membres,
- Mach-Invest aura le droit de proposer 2 membres, et
- 4 membres indépendants au sens du Code AFEP-MEDEF sur le gouvernement d'entreprise révisé en juin 2013 seront proposés conjointement par les parties au Pacte d'Actionnaires sur proposition du président du conseil d'administration.

Le président du conseil d'administration sera désigné parmi les administrateurs représentant l'Initiateur et disposera d'une voix prépondérante en cas de partage des voix.

Les membres du Concert s'engageront à voter en faveur des candidats proposés par chacun d'eux et, en tant que de besoin, à faire en sorte que soit convoquée, dans les meilleurs délais suivant la fin de la période d'Offre, une assemblée générale de la Société afin de procéder à la désignation des membres du conseil d'administration, sauf dans l'hypothèse où le conseil d'administration aura pu, à l'issue de l'Offre, être recomposé conformément aux stipulations du Pacte d'Actionnaires, à la suite de démissions d'administrateurs, suivies de cooptations de nouveaux administrateurs.

Dans la même hypothèse, les membres du Concert conviendront que dans le cas où l'un des membres du conseil d'administration viendrait à cesser ses fonctions avant le terme normal de son mandat, une réunion du conseil d'administration sera convoquée par son président dans un délai ne pouvant excéder quarante-cinq (45) jours à compter du constat de cette vacance afin de procéder à son remplacement par cooptation d'un nouveau membre, de telle sorte que le conseil d'administration soit à tout moment composé conformément aux stipulations du Pacte d'Actionnaires.

(ii) Décisions du conseil d'administration

Les membres du Concert conviendront de modifier le règlement intérieur de la Société pour ajouter, à la liste des décisions soumises à la compétence exclusive du conseil d'administration, les décisions suivantes :

- (a) la conclusion de tout partenariat stratégique d'un montant supérieur à 10 000 000 d'euros ou d'une durée supérieure à 2 ans ;
- (b) la détermination de la politique de dividendes de la Société ;
- (c) tout projet de fusion, scission, apport partiel d'actifs ;
- (d) toute augmentation du capital y compris toute décision de suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, immédiate ou différée, en nature ou en numéraire, y compris celles résultant d'une opération de fusion, d'apport partiel d'actifs ou d'apport en nature ;

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

- (e) l'émission de toutes valeurs mobilières donnant accès ou non (immédiatement ou à terme) au capital social ou à un droit de vote de la Société ; et
- (f) toute décision de recrutement, nomination de tout salarié ou mandataire social ayant la qualité de membre du comité de direction ou de directeur général de la Société et de ses filiales.

Au surplus, il est précisé qu'en vertu des stipulations du Règlement intérieur de la Société :

« Le Conseil d'administration examine et approuve chaque année le budget annuel et le plan stratégique à moyen terme.

Le Conseil d'administration délibère préalablement sur toute opération qui se situerait en dehors de la stratégie annoncée du groupe ou qui serait susceptible de l'affecter significativement ou de modifier de façon importante la structure financière ou les résultats du groupe.

Le Conseil d'administration examine et approuve, si hors du budget et/ou de la stratégie qu'il a préalablement approuvé, toutes opérations d'investissements et désinvestissements d'un montant unitaire supérieur ou égal à 10 M€ ».

En outre, le Pacte d'Actionnaires prévoira que le règlement intérieur de la Société sera modifié pour prévoir que les décisions visées aux points (e) à (f) ci-dessus, ne pourront, au même titre que les décisions relatives à l'examen et l'approbation du budget annuel et du plan stratégique à moyen terme et à la composition du comité exécutif du groupe, déjà prévues dans le règlement intérieur, être adoptées qu'avec le vote positif d'au moins un des administrateurs représentant le groupe Jaccar.

1.4.1.2 Concertation préalable des parties

Les membres du Concert devront se concerter préalablement à toute décision en assemblée générale.

Les membres du Concert se concerteront également préalablement à toute assemblée générale de la Société au cours de laquelle serait soumise une décision importante pouvant intéresser d'une manière générale les perspectives d'avenir de la Société, afin de parvenir à une position commune sur les projets de résolutions à soumettre au vote des actionnaires de la Société.

Par ailleurs, les membres du Concert s'engageront à faire en sorte que leurs représentants au sein du conseil d'administration se concertent, préalablement à toute réunion du conseil d'administration de la Société, en vue d'arrêter, dans toute la mesure possible, une position commune sur les questions portées à l'ordre du jour dudit conseil d'administration.

Il est précisé qu'en cas d'impossibilité de dégager une position commune, les membres du Concert et leurs représentants au sein du conseil d'administration pourront librement exercer leurs droits de vote lors de l'assemblée générale ou lors du conseil d'administration, selon le cas.

1.4.1.3 Règles applicables en matière de transfert des titres de la Société

Les membres du Concert conviendront de soumettre à diverses restrictions les cessions d'actions de la Société¹ sous réserve, le cas échéant, de certaines cessions libres :

- (a) **Période d'inaliénabilité** : Les membres du Concert s'engageront, en vue de garantir la stabilité de l'actionariat de la Société, à ne pas procéder à la cession de titres, ni s'engager à y procéder de quelque manière que ce soit, pendant une durée de cinq (5) ans, sauf en cas d'accord préalable écrit des autres membres du Concert.

Par exception, les titres de chacun des membres du Concert pourront cependant être librement cédés en tout ou partie :

- (i) dans le cadre de cessions libres effectuées par un membre du Concert au profit de l'un de ses affiliés, sous réserve que (i) ledit affilié ait préalablement signé une copie du Pacte d'Actionnaires et confirmé son adhésion à toutes les stipulations du Pacte d'Actionnaires et que cette copie signée et cette confirmation aient été remises à chacun des autres membres du Concert, (ii) la partie cédante reste solidairement tenue des obligations de l'entité affiliée au titre du Pacte d'Actionnaires et (iii) le cédant s'engage à racheter les titres ainsi cédés préalablement à toute opération ayant pour effet de faire perdre à l'entité cessionnaire la qualité d'affiliée du cédant ;
- (ii) dans le cadre d'une offre publique d'achat ou d'échange portant sur les actions de la Société ayant fait l'objet d'un avis motivé favorable du conseil d'administration de la Société et déclarée conforme par l'AMF ;
- (iii) dans le cadre d'une fusion, scission ou d'une autre opération ou série d'opérations de restructuration approuvée par l'assemblée générale de la Société ;
- (iv) à l'un des membres du Concert, partie au Pacte d'Actionnaires et,
- (v) en cas de cession par Jaccar dans la mesure cependant où une telle cession ne lui fait pas franchir (seule et/ou avec ses affiliés) à la baisse le seuil de 50% du capital et des droits de vote.

Cette faculté que se réserve Jaccar de céder une partie de ses titres s'explique par la liberté que l'Initiateur souhaite se réserver d'arbitrer ses actifs, sans affecter le contrôle de Bourbon dont l'obtention et la conservation sont des objectifs premiers de l'Offre.

L'Initiateur prendra soin, en cas de cession de titres Bourbon, à le faire dans des conditions affectant le moins possible le cours de l'action.

- (b) **Suivi de la participation des membres du Concert** : chacun des membres du Concert s'engagera à ne pas augmenter sa participation d'une manière telle qu'il soit dans l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la Société.

¹ Etant précisé que ces restrictions ne concerneraient pas les 12 486 titres détenus par M. Jacques d'Armand de Chateaufort et les actions détenues en nue-propriété par MM. Jacques et Henri d'Armand de Chateaufort.

- (c) **Droit de première offre des membres du Concert** : à l'issue de la Période d'Inaliénabilité et en cas de renouvellement du Pacte d'Actionnaires, à l'exception des cessions libres visées au paragraphe (a)(i) et des cessions effectuées par Jaccar visées au paragraphe (a)(v) ci-dessus, en cas de projet de cession de titres par l'un des membres du Concert, les autres membres du Concert bénéficieront d'un droit de première offre leur permettant de proposer au cédant d'acquérir les titres concernés.

1.4.2 Engagements de non-apport à l'Offre

Certains actionnaires de la Société ont indiqué ne pas souhaiter participer à l'Offre et ont pris l'engagement de ne pas y apporter leurs actions et de ne pas les céder pendant la période d'Offre. L'Initiateur a précisé que ces engagements de non-apport ont été consentis par les actionnaires sans aucune contrepartie.

Les engagements de non-apport portent sur un nombre total de 18 660 886 actions (25,03% du capital social) et autant de droits de vote de la Société.

Ces engagements de non-apport ont été consentis par (i) des actionnaires issus des branches familiales fondatrices de Bourbon (en ce compris notamment M. Henri d'Armand de Chateauevieux et les sociétés Mach-Invest et Mach-Invest International qu'il contrôle) représentant 18,33% du capital, (ii) certains dirigeants et anciens dirigeants de la Société représentant 1,35% du capital et (iii) la société Monnoyeur SAS (détenue par la famille Monnoyeur), représentant 5,35% du capital.

Les actions visées par ces différents engagements de non-apport ont été bloquées (dans le cadre d'un séquestre) au sein des comptes des dépositaires/conservateurs auprès desquels elles sont inscrites.

Ces engagements de non-apport deviendront notamment caducs de plein droit dans l'hypothèse où :

- n'aurait pas été publié par l'AMF avant le 12 mai 2014 à 23 heures 59 un avis de dépôt d'offre visant les titres Bourbon par Jaccar Holdings agissant seule ou de concert, ou
- l'Offre visant les titres Bourbon déposée par Jaccar Holdings agissant seule ou de concert fait ressortir un prix supérieur au prix de l'offre visée dans le communiqué publié par Jaccar Holdings le 16 mars 2014, libellée au prix de 24 euros (coupon attaché) par action, ou
- une offre concurrente déposée par un tiers est déclarée conforme par l'AMF et le signataire de l'engagement adresse au conservateur/dépositaire l'original ou la copie d'une instruction d'apporter ses titres à ladite offre concurrente.

1.5 Rappel des principaux termes de l'Offre

1.5.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas, Natixis et Société Générale, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le 30 avril 2014 le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat (cf. Avis AMF n°214C0676 en date du 30 avril 2014).

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, Natixis et Société Générale, agissant en qualité d'établissements présentateurs, garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires Bourbon, tous les titres de la Société visés par l'Offre qui seront apportés à l'Offre, au prix de 24 euros (coupon attaché), pendant une période minimum de 25 jours de négociation (sous réserve de prorogation).

Par ailleurs, il est rappelé que Bourbon a annoncé, dans son communiqué de presse du 5 mars 2014, que le conseil d'administration proposerait le versement d'un dividende d'un (1) euro par action lors de l'assemblée générale des actionnaires de Bourbon convoquée le 20 mai 2014. Sous réserve de l'adoption de cette proposition par l'assemblée des actionnaires, la Société procèdera au détachement du coupon le 29 mai 2014 et à la mise en paiement du dividende le 3 juin 2014. Dès lors, à la date du règlement-livraison envisagée dans le projet d'Offre, le paiement du dividende sera déjà intervenu. Le prix perçu dans le cadre de l'Offre sera donc réduit de un (1) euro par action soit un prix offert égal à vingt-trois (23) euros par action.

1.5.2 Titres visés par l'Offre

Le projet d'Offre porte sur :

- la totalité des actions existantes Bourbon non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, M. Jacques d'Armand de Chateaufieux ou Cana Tera et n'ayant pas fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre à la date du présent projet de note d'information (décrits au paragraphe 1.4.2 ci-dessus), soit, à la connaissance de la Société, un nombre maximum de 33 383 337 actions Bourbon représentant 44,77% du capital social, et
- la totalité des actions nouvelles susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini au paragraphe 1.5.6 ci-dessous) sur exercice des options de souscription d'actions octroyées par Bourbon pour autant qu'elles soient exerçables avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte selon le cas (les « **Options Exerçables** »), soit, à la date du présent projet de note d'information, un nombre maximum de 1 991 975 actions Bourbon,

soit, selon l'Initiateur, à la date du présent projet de note d'information, un nombre total maximum d'actions Bourbon visées par l'Offre égal à 35 375 312².

L'Initiateur a indiqué que :

- l'Offre ne porte pas sur les actions ayant fait l'objet d'engagements de non-apport à l'Offre (décrits au paragraphe 1.4.2 ci-dessus) et qui représentent, à la date du présent projet de note d'information, 18 660 886 actions Bourbon ;

² A savoir le nombre total d'actions en circulation (74 559 688) (i) diminué des actions détenues par l'Initiateur et les personnes présumées agir de concert avec lui (19 550 363), des actions faisant l'objet d'un engagement de non-apport (18 660 886) et des actions auto-détenues par la Société que le conseil d'administration a décidé de ne pas apporter à l'Offre (2 965 102) et (ii) augmenté des 1 991 975 actions susceptibles d'être émises sur exercice des Options Exerçables.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

- l'Offre ne porte pas sur les actions nouvelles susceptibles d'être émises sur exercice d'options qui ne seront pas exerçables d'ici la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte et qui représentent, à la date du présent projet de note d'information, 3 615 950 actions Bourbon.

Il a par ailleurs précisé que les 767 400 actions (nouvelles et/ou existantes) attribuées gratuitement par le conseil d'administration de Bourbon le 2 décembre 2013 et dont, le cas échéant, l'attribution ne sera définitive et qui ne seront livrées aux bénéficiaires concernés qu'à compter du 2 décembre 2017, ne sont pas concernées par l'Offre.

Il est enfin précisé que par décisions en date du 28 avril 2014 et du 30 avril 2014 (voir le paragraphe 3.3 ci-dessous), le conseil d'administration de Bourbon a décidé de ne pas apporter les 2 965 102 actions Bourbon auto-détenues par la Société.

1.5.3 Conditions de l'Offre

1.5.3.1 Seuil de renonciation à l'Offre

Si, à la date de centralisation des ordres par Euronext Paris (incluse), l'Initiateur ne détient pas un nombre d'actions représentant plus de 50% des droits de vote réels de la Société, l'Initiateur, faisant application des dispositions de l'article 231-9 du Règlement général de l'AMF, se réserve la possibilité de renoncer à l'Offre.

Pour les besoins du calcul de ce seuil en droits de vote, il sera tenu compte :

- au numérateur, (i) des droits de vote attachés aux actions détenues par l'Initiateur et par les personnes avec lesquelles il est présumé agir de concert (à savoir Cana Tera et M. Jacques d'Armand de Chateaufieux), (ii) des droits de vote attachés aux actions valablement apportées à l'Offre au jour de la clôture de l'Offre et (iii) des droits de vote attachés aux actions détenues par les membres du Concert (autres que l'Initiateur et les personnes avec lesquelles il est présumé agir de concert) dès lors que le Pacte d'Actionnaires aurait été conclu par les membres du Concert au plus tard à la date de centralisation des ordres par Euronext Paris (incluse) ;
- au dénominateur, de la totalité des droits de vote réels (i.e., à l'exclusion des droits de vote attachés aux titres auto-détenus) attachés aux actions composant le capital social, sur une base non diluée, au jour de la clôture de l'Offre.

Si le seuil de renonciation n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû auxdits propriétaires.

1.5.3.2 Autorisation au titre du contrôle des concentrations

L'Offre n'est soumise à aucune autorisation en matière de contrôle des concentrations.

1.5.4 Procédure d'apport à l'Offre

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

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Les actionnaires de la Société qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre dans les conditions proposées dans le projet de note d'information de l'Initiateur devront remettre à leur intermédiaire financier (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre d'apport à l'Offre, selon les modalités prévues par leur intermédiaire financier, au plus tard le dernier jour de l'Offre et dans des délais suffisants pour permettre le traitement de leur ordre.

Conformément aux dispositions de l'article 232-2 du Règlement général de l'AMF, les ordres d'apport à l'Offre pourront être révoqués à tout moment jusque, et y compris, le jour de la clôture de l'Offre. Après cette date, ils seront irrévocables.

Les actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les propriétaires de titres inscrits en compte nominatif devront demander dans les plus brefs délais l'inscription de leurs actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité. L'Initiateur attire l'attention des actionnaires sur le fait que ceux d'entre eux qui demanderaient expressément la conversion au porteur perdraient les avantages liés à la détention des actions sous forme nominative si l'Offre était sans suite.

Les frais d'apport à l'Offre et tous autres frais éventuels resteront en totalité à la charge des actionnaires souhaitant présenter leurs actions Bourbon à l'Offre. Par ailleurs, aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires apporteront leurs actions à l'Offre.

1.5.5 Calendrier de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE-Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre.

1.5.6 Réouverture de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les 10 jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre.

L'AMF publiera le calendrier de réouverture de l'Offre, qui durera, en principe, au moins 25 jours de négociation (l' « **Offre Réouverte** »).

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport et la centralisation de l'Offre Réouverte seront identiques à celles applicables à l'Offre, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

2. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT – ATTESTATION D'EQUITE



KPMG Corporate Finance
Immeuble Le Palatin
3, cours du Triangle
92939 Paris La Défense Cedex
France

Telephone: + 33 (0) 1 55 68 68 68
Fax: + 33 (0) 1 55 68 92 92
www.kpmgcf.fr

Expertise indépendante dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat initiée par JACCAR Holdings sur les actions de Bourbon

30 avril 2014

1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET PRINCIPAUX TRAVAUX MIS EN ŒUVRE

1.1 Présentation de l'opération

1.1.1 Structure actuelle du capital

Bourbon SA (« **Bourbon** » ou la « **Société** ») est une société française cotée sur le marché réglementé NYSE Euronext à Paris dont le capital au 31 décembre 2013 est détenu à 26,2% par JACCAR Holdings SA (« **Jaccar** ») et Cana Tera SA, sociétés liées à Monsieur Jacques d'Armand de Chateaufieux, 7,73% par Mach-Invest SAS et Mach-Invest International, sociétés liées à Monsieur Henri d'Armand de Chateaufieux, 5,35% par Monnoyeur SAS, 5,02% par Financière de l'Echiquier, 3,98% par la Société (auto-détention), 0,79% par les salariés de la Société et 50,94% par le Public.

Bourbon est la société mère du groupe Bourbon (le « **Groupe** ») dont l'activité est la prestation de services maritimes à l'offshore pétrolier. Le périmètre de consolidation du Groupe comporte plus de 200 filiales dans le monde entier.

1.1.2 Caractéristiques de l'Offre Publique d'Achat

Accords conclus ou susceptibles d'être conclus dans le cadre de l'Offre

Le 16 mars 2014, JACCAR Holdings (l'« **Initiateur** »), société contrôlée par la société Cana Tera, elle-même contrôlée par Monsieur Jacques d'Armand de Chateaufieux, a annoncé sa décision de déposer une Offre Publique d'Achat (l'« **Offre** » ou l'« **Opération** ») visant les actions de Bourbon. Cette offre volontaire porte sur la totalité des actions Bourbon non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur et n'ayant pas fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre par certains actionnaires (branches familiales liées à Jacques d'Armand de Chateaufieux, M. Henri d'Armand de Chateaufieux et les sociétés qu'il contrôle, anciens dirigeants du Groupe, actions auto-détenues par la Société et les représentants du Groupe Monnoyeur).

Si, à la date de centralisation des ordres par Euronext Paris, l'Initiateur ne détient pas un nombre d'actions représentant plus de 50% des droits de vote réels de la Société, l'Initiateur se réserve la possibilité de renoncer à son Offre. Les actionnaires sont libres d'apporter leurs actions à l'Offre ou de conserver leurs titres en fonction de leur appréciation de son intérêt pour eux. Dans l'hypothèse toutefois où le seuil précité de 50% ne serait pas atteint à l'issue de l'Offre, l'initiateur se réserve

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

également la possibilité de signer un pacte d'actionnaire avec M. Henri d'Armand de Chateaufieux et les sociétés qu'il contrôle ; ce pacte serait constitutif d'une action de concert vis-à-vis de la Société, l'Initiateur étant prédominant au sein de ce concert. La conclusion de ce pacte placerait ses signataires en situation d'offre obligatoire. Pour autant, dans cette hypothèse, l'Initiateur n'envisage pas de procéder au dépôt d'une offre publique en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF dès lors que l'Offre satisfait déjà les conditions d'une telle offre obligatoire. Toutefois, dans cette hypothèse, l'Offre serait réouverte, dans des termes identiques, pour une nouvelle période de 25 jours de négociation.

L'Initiateur a l'intention de maintenir la cotation des actions Bourbon sur le marché réglementé NYSE Euronext Paris et, par conséquent, de ne pas mettre en œuvre de retrait obligatoire à l'issue de l'opération. Il indique être « *attaché à ce que la liquidité des titres Bourbon demeure satisfaisante et notamment, dans l'hypothèse où le nombre de titres non détenus par l'Initiateur, ne serait pas de nature à permettre une liquidité suffisante, l'Initiateur pourrait envisager de céder une partie de ses titres sur le marché* ».

Caractéristiques financières de l'Offre

L'Initiateur propose un prix de 24,0 euros par action (le « **Prix** »), coupon attaché, ce qui représente :

- une prime de 19% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes sur les 100 jours de bourse précédant l'annonce ;
- une prime de 24% sur le cours de clôture du jour précédant cette annonce.

1.1.3 Objectifs de l'Offre Publique d'Achat

Selon la note d'information déposée par l'Initiateur, l'Offre a pour objectifs :

- « de garantir, dans un contexte de société restant cotée en Bourse, la continuité d'une stratégie audacieuse, ouverte et innovante, seule susceptible de maintenir croissance et création de valeur au-delà de ce que Bourbon est devenue aujourd'hui ;
- de piloter étroitement la nature des partenariats et les choix des partenaires de Bourbon dans la continuité de ce qui a fait la croissance rapide et, généralement, réussie de Bourbon à l'international ;
- de s'assurer que les valeurs de l'entreprise qui ont fait son succès continuent à s'y développer, par un contrôle suffisant du choix des personnels clés notamment ;
- de pouvoir intégrer au Conseil d'administration des représentants familiaux ou non, ayant les mêmes objectifs et vivant les mêmes valeurs, en nombre suffisant. »

En outre, à la suite de nos entretiens avec l'Initiateur, nous comprenons que cette opération, visant à obtenir le contrôle juridique de la Société, est un préalable important dans une stratégie de l'Initiateur qui pourrait consister à introduire en bourse soit JACCAR Holdings, soit sa branche Oil and Gas, dans un délai non déterminé.

Cette Offre permet également d'offrir une liquidité aux actionnaires de la Société en leur donnant la possibilité de céder leurs actions à un prix supérieur à celui des 24 derniers mois.

1.2 Description de la mission d'expertise indépendante

1.2.1 Présentation de KPMG Corporate Finance

KPMG Corporate Finance SAS est une filiale de KPMG SA, cabinet français de commissariat aux comptes, d'expertise comptable et de conseil codétenu par ses associés. KPMG SA adhère au réseau international d'audit et de conseil KPMG, implanté dans 155 pays et regroupant environ 155 000 professionnels.

KPMG Corporate Finance SAS compte une quarantaine de collaborateurs et propose des services de conseil financier en évaluation d'entreprise, fusions et acquisitions et financements structurés. Son équipe Evaluation & Stratégie Financière effectue des missions d'évaluation financière très diverses portant sur des sociétés, des activités ou des actifs incorporels, pour des besoins transactionnels, fiscaux ou comptables.

Au cours des 24 derniers mois, KPMG Corporate Finance SAS n'a pas réalisé de missions d'expertise indépendante portant sur les titres d'une société cotée dans le cadre de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF.

1.2.2 Contexte et objectifs de notre nomination

Dans le contexte mentionné précédemment, l'Opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société dans la mesure où Monsieur Jacques d'Armand de Chateauevieux, Président du Conseil d'administration de Bourbon, est aussi Président du Conseil d'administration et Directeur Général de l'Initiateur. Dans ces circonstances, l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF impose la nomination d'un expert indépendant dont les travaux doivent permettre au Conseil d'administration d'apprécier les conditions financières de l'Offre et de rendre son avis motivé.

Un comité ad hoc d'administrateurs indépendants a été chargé de préparer la sélection d'un expert indépendant et de superviser ses travaux. KPMG Corporate Finance (« **KPMG** » ou « **nous** ») a été désigné comme expert indépendant par une délibération du Conseil d'administration le 25 mars 2014.

Notre mission consiste à déterminer la valeur intrinsèque de la Société compte tenu de ses perspectives de rentabilité et de risque et, au vu de cette analyse, d'apprécier le caractère équitable du prix offert pour les actionnaires minoritaires qui restent libres d'apporter ou non leurs titres. Nos conclusions sont présentées sous la forme d'un rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** »).

Notre rémunération, la présentation de notre équipe, le calendrier de notre intervention ainsi que notre programme de travail sont présentés en Annexe 1.

1.2.3 Déclaration d'indépendance

KPMG Corporate Finance SAS est indépendant à l'égard de la Société et de l'Initiateur. Il faut cependant noter qu'une entité membre de notre réseau (KPMG Singapour) est auditeur de la société Sapmer Holdings Pte Ltd., filiale de JACCAR Holdings. Par ailleurs, d'autres entités membres de notre réseau ont réalisé ou réalisent actuellement des missions d'audit, d'assistance comptable ou d'assistance à la préparation de déclarations fiscales pour des sociétés filiales de Bourbon SA, dont certaines sont des joint ventures. Etant donné (i) que les missions mentionnées ci-avant sont ou ont été réalisées par des entités juridiquement et financièrement indépendantes de KPMG Corporate Finance SAS, (ii) qu'elles ne sont pas réalisées au niveau de l'Initiateur, à l'exception de la mission d'audit pour Sapmer Holdings Pte Ltd, et (iii) que le niveau d'honoraires perçu est non significatif eu

égard (a) à la taille des entités membres de notre réseau et (b) à la taille de la mission objet du présent document, nous vous confirmons que l'objectivité à laquelle nous sommes tenus dans le cadre de notre expertise indépendante n'est pas affectée.

Par ailleurs, nos missions d'évaluation et d'expertise indépendante s'inscrivent dans le respect de notre politique déontologique qui définit (i) nos principes d'indépendance, (ii) les compétences et les moyens dont nous devons disposer, (iii) les règles de confidentialité auxquelles nous sommes soumis, (iv) les procédures d'acceptation et de réalisation des missions d'expertise et (v) les règles de contrôle de qualité des travaux. Ces règles déontologiques découlent du code de conduite mondial KPMG et des règles spécifiques auxquelles nos activités en France sont soumises (commissariat aux comptes, expertise comptable et conseil en investissements financiers).

1.2.4 Limites de nos travaux

Dans le cadre de la préparation de ce Rapport, nos principales sources d'information ont été les documents publics, les documents remis par les représentants de la Société ou de l'Initiateur, ainsi que des discussions approfondies avec leurs équipes et conseils. Nous avons indiqué dans le corps du Rapport les sources des informations présentées et nous sommes assurés de leur cohérence dans la mesure du possible. Néanmoins, nous n'avons pas cherché à valider et avons considéré que ces informations étaient fiables et transmises de bonne foi. De même, nous avons considéré comme exactes les informations recueillies sur des bases de données externes (Bloomberg, Thomson Research, Capital IQ, sites internet des sociétés). Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux n'avaient pas pour objectif d'aboutir à la certification des comptes historiques ou prévisionnels de la Société.

Le budget 2014, préparé par la direction de la Société et approuvé par son Conseil d'administration, pour lequel toutes les diligences requises ont été effectuées, et sa révision à la suite des résultats au 31 mars 2014, constituent pour la Direction Générale de Bourbon les meilleures estimations actuellement disponibles (a) des performances financières futures de la Société pour l'année 2014 (soumis à l'aléa d'incertitude et d'approximation inhérent à tout budget) et (b) de la situation financière, des résultats d'exploitation et de la génération de flux de trésorerie de la Société au cours de cette période.

La direction de la Société n'a pas élaboré de plan d'affaires couvrant les années au-delà de 2014. Sur la base des discussions avec la direction, KPMG a donc préparé deux jeux distincts de projections financières (scénario optimiste et scénario conservateur) couvrant la période 2015 – 2025, qui reflètent deux trajectoires possibles de la Société. La direction a confirmé que les hypothèses retenues par KPMG pour établir ces projections sont cohérentes dans le cadre de leur scénario respectif. Cependant, elles n'intègrent pas les effets des initiatives (Depth, Scope et Value Creation) identifiées par les 80 managers du groupe au cours du séminaire stratégique de Doha en mars 2014 qui seront évaluées, sélectionnées et chiffrées par le Comité Exécutif au cours du second semestre 2014, pour présentation au Conseil d'administration (notamment relatives à l'extension de l'offre de services de Bourbon sur le segment Subsea pour l'offshore profond et ultra-profond). L'appréciation de la cohérence de ces hypothèses n'entraîne pas l'adoption de ces hypothèses par la Société.

Des différences significatives sont en général constatées entre les prévisions et la réalité du fait d'événements ou de circonstances qui se déroulent différemment de ce qui est anticipé. Nous n'acceptons aucune responsabilité sur la réalisation de l'information financière prospective contenue dans ce rapport.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

L'Initiateur nous a notamment confirmé qu'il n'a pas proposé de contrepartie de quelque forme qu'elle soit aux actionnaires de la Société qui ont signé des engagements de non-apports visés au paragraphe 1.3.2 du projet de note d'information (daté du 25 avril 2014) et ne leur a pas communiqué d'informations sur ses intentions relatives à la Société autres que celles mentionnées dans ladite note d'information ; qu'en cas de succès de l'Offre, JACCAR Holdings n'envisage pas (i) d'augmenter le versement de dividendes de la Société et/ou de procéder à un versement exceptionnel de dividendes dans des proportions telles qu'il puisse mettre en péril les équilibres financiers de la Société ou l'empêcher de poursuivre sa stratégie « audacieuse, ouverte et innovante » ou de saisir des opportunités de croissance externe, et/ou (ii) de procéder à une opération de « Debt Push Down » sur Bourbon, et/ou (iii) de procéder à une fusion de Bourbon avec les participations dans le secteur maritime pétrolier et gazier de JACCAR Holdings.

Nous n'assumons aucune responsabilité quant à des interprétations de la loi ou des contrats. Nous n'avons réalisé aucune vérification de l'exactitude des titres de propriété. Nous supposons que toutes les licences et autorisations d'exercer l'activité de Bourbon sont effectives.

L'ensemble des termes et conditions relatifs à la mission de KPMG Corporate Finance sont détaillés dans notre lettre de mission datée du 31 mars 2014.

2. CONTEXTE ET APPROCHE

2.1 Analyse de l'évolution du cours de bourse de la Société

2.1.1 1998 – 2007 : une hausse progressive du cours de bourse liée au recentrage sur l'offshore pétrolier

La Société a été introduite au second marché de la bourse de Paris le 21 octobre 1998 au prix de 3,75 euros. A cette époque, Bourbon constitue un conglomérat regroupant les activités sucrières, de distribution et de remorquage et transport maritime, essentiellement opérées dans l'Océan Indien. Pendant les deux années suivantes, le cours reste relativement stable, évoluant dans un intervalle compris entre 3,7 et 4,1 euros, malgré l'euphorie boursière prévalant à cette époque, comme le présente le graphique ci-dessous :

Evolution du cours³ de l'action Bourbon entre 1998 et 2007



Source : Bloomberg

Légende :

- 1) 28 février 2006 : annonce du plan « Horizon 2010 »
- 2) 3 juillet 2006 : AXA Private Equity et Jaccar font l'acquisition de 80% du capital de Chantiers Piriou SAS qui appartenait précédemment à la famille Piriou et à Bourbon
- 3) 13 septembre 2006 : publication du résultat semestriel avec un résultat net en baisse de 19,3%
- 4) 27 août 2007 : cession des actifs hôteliers à la Réunion
- 5) 21 décembre 2007 : cession des activités de remorquage portuaire à l'espagnol Grupo Boluda Corporación Marítima

A compter de 2001, la Société opère un recentrage de son portefeuille d'activités vers le secteur maritime (notamment de services à l'offshore pétrolier) et entame un désengagement de ses actifs dans la canne à sucre et dans la distribution. Le cours devient sensible aux évolutions du prix du pétrole. En 2004, Bourbon est classé parmi les sociétés de services parapétroliers et, dans le même temps, son cours s'apprécie fortement reflétant la poursuite du recentrage progressif vers le métier des services maritimes. Ce recentrage explique probablement la réduction de la décote de conglomérat dont pouvait souffrir la valeur de Bourbon. Entre 2001 et fin 2005, le cours de bourse a ainsi été multiplié par plus de 6.

En février 2006, avec l'annonce du plan stratégique « Horizon 2010 », la direction affiche une volonté claire de focalisation sur les services maritimes de support à l'offshore pétrolier. Le cours atteint son plus haut à 37,7 euros en août 2007. Six mois plus tard, le plan stratégique « Horizon 2012 » est

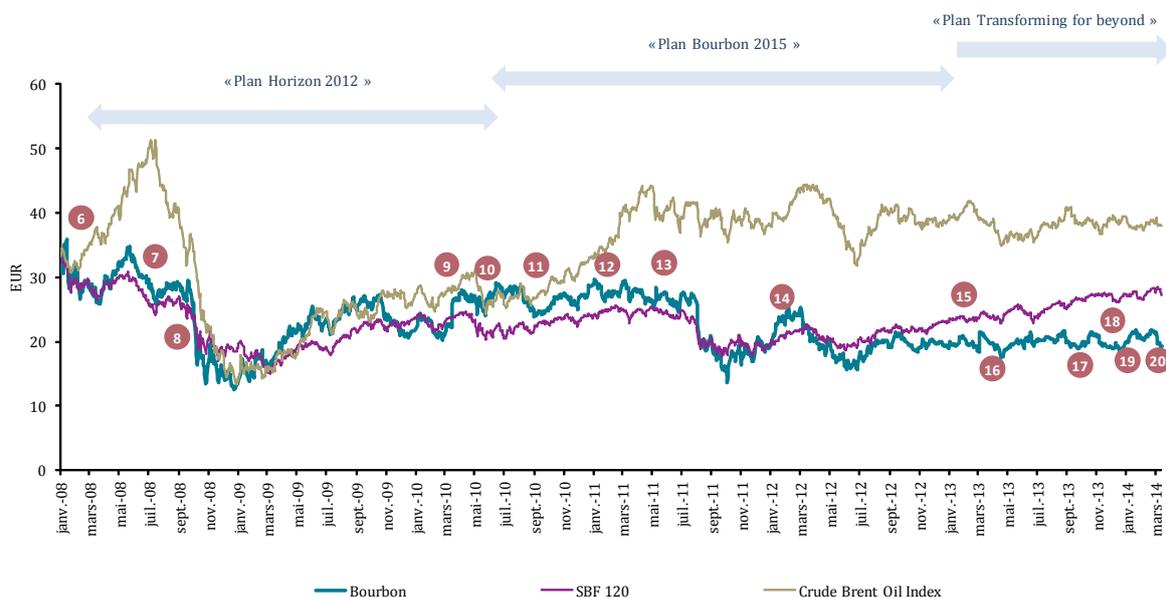
³ Le cours tel que fourni par Bloomberg est retraité des versements d'actions gratuites.

annoncé : il prévoit un investissement de 2 milliards d'euros dans une flotte de navires neufs dédiés à l'offshore pétrolier.

2.1.2 2008 – 2014 : un cours de bourse affecté par les cycles financiers et les déceptions par rapport aux ambitions stratégiques

En septembre 2008, le cours de Bourbon chute fortement dans un contexte boursier marqué par (i) la crise financière et la défiance des investisseurs vis-à-vis des sociétés fortement endettées et (ii) la forte baisse du prix du baril. Il atteint un point bas à 12,5 euros fin 2008. Entre janvier 2009 et juillet 2010, il remonte fortement avec la hausse du prix du baril.

Evolution du cours de l'action Bourbon entre 2008 et 2014



Source : Bloomberg

- 6) 6 février 2008 : annonce du plan « Horizon 2012 »
- 7) 27 août 2008 : baisse du résultat net semestriel de 21,2%
- 8) octobre 2008 : entre le 2 et le 7 octobre 2008, Jaccar fait l'acquisition de 380 000 actions portant sa participation à 24,9% du capital
- 9) 4 mars 2010 : acquisition de 100% de la filiale brésilienne Delba Maritima Navegacao
- 10) 5 mai 2010 : signature d'un contrat avec Petrobras portant sur 8 navires d'approvisionnement et 5 vedettes de transport de personnes
- 11) 19 octobre 2010 : annonce de la cession de l'activité de vrac (réalisée à la fin de l'année 2010)
- 12) 6 janvier 2011 : nomination de M. Christian Lefèvre au poste de Directeur Général de Bourbon
- 13) 28 juin 2011 : annonce de la signature d'un « Marine Charter Agreement » avec CGG Veritas

LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

- 14) 23 janvier 2012 : JACCAR Holdings dépasse le seuil de détention de 25% du capital de Bourbon
- 15) 6 mars 2013 : annonce du plan *Transforming for Beyond* et de la stratégie *Asset Smart*
- 16) 9 avril 2013 : dans le cadre de la stratégie *Asset Smart*, signature d'un accord de vente avec ICBC Financial Leasing et reprise de 51 navires au plus en affrètement coque-nue, sur 10 ans, pour une valeur maximale de 1,5 milliards de dollars
- 17) Fin Novembre 2013 : dans le cadre de la stratégie *Asset Smart*, signature d'un accord avec Standard Chartered Bank portant sur la vente et la reprise en affrètement coque-nue de 6 navires récemment construits, pour un montant total d'environ 150 millions de dollars
- 18) 5 décembre 2013 : renouvellement du mandat de Directeur Général de M. Christian Lefèvre
- 19) 5 mars 2014 : annonce de la cession de l'équivalent de 935 millions de dollars de navires conformément aux objectifs de cession location coque nue du plan *Transforming for Beyond*
- 20) 16 mars 2014 : annonce d'un projet d'offre publique d'achat de la société BOURBON annoncé par JACCAR Holdings

En juin 2010, Bourbon annonce son plan stratégique *Bourbon 2015 Leadership Strategy* qui prévoit une poursuite des investissements dans la construction de nouveaux navires pour un montant de 2 milliards de dollars. Ce plan ambitieux intervient alors que les sociétés pétrolières, principales clientes de Bourbon, (i) sont affectées par la crise économique et financière et (ii) ont limité leurs investissements. La Société poursuit sa croissance en 2010 et atteint quasiment les objectifs du plan stratégique mais le cours de l'action Bourbon décroche fortement à la suite de l'annonce des résultats du premier semestre 2011 et continue sa chute pour atteindre un point bas de 13,7 euros en octobre 2011, dans un contexte où la Société négocie la suppression d'un covenant financier au titre de ses contrats bancaires.

Depuis l'annonce de ce plan, le titre Bourbon a sous performé l'indice SBF 120 de 45% pour les raisons apparentes suivantes :

- L'abandon par M. d'Armand de Chateauevieux de ses fonctions opérationnelles pour se consacrer à la présidence non-exécutive du Conseil d'administration ;
- Les déceptions du marché à la suite des résultats 2011, en décalage par rapports aux ambitions du plan *Bourbon 2015* ;
- Le poids de l'endettement de Bourbon lié au rythme soutenu d'entrée dans la flotte de nouveaux navires ;
- L'incertitude créée par l'annonce du plan *Transforming for Beyond* qui prévoit notamment un programme *Asset Smart* de cession de navires avec reprise en location coque nue chiffré à 2,5 milliards de dollars qui (i) remet en cause la stratégie de détention en propre de la flotte et (ii) suscite des interrogations de la communauté financière sur son intérêt en terme de création de valeur ;
- L'attentisme des investisseurs sur la stratégie à moyen terme qui doit être annoncée fin 2014 (cf. infra 3.1.4).

Avant l'annonce de l'Offre, le cours s'établissait à 19,3 euros, soit 33% en deçà du cours observé fin 2010-début 2011, période au cours de laquelle les résultats de la Société ont été fortement affectés par la crise.

2.1.3 Une liquidité acceptable

Rotation du flottant

La veille de l'annonce de l'Offre, la capitalisation boursière de la Société s'élève à 1 441m€, ce qui la positionne au 105ème rang des sociétés du SBF 120 par la taille. Au 31 décembre 2013, le capital non flottant de la Société est réparti entre JACCAR Holdings (26,20%), Mach Invest (7,73%), Monnoyeur (5,35%), Everget International (1,90%), les employés de la Société (0,79%) et les actions auto-détenues (3,98%). Par ailleurs, Financière de l'Echiquier détient 5,02% du capital à fin décembre 2013 (6,62% à fin mars 2014) et nous comprenons que les actionnaires proches de la famille de Monsieur Jacques d'Armand de Chateaueuix détiennent environ 15% du capital. Nous avons retraité ces participations de la partie flottante du capital, compte tenu de la stabilité de ces actionnaires. La partie flottante retraitée représente donc 34% du capital.

L'analyse de la rotation de ce flottant montre qu'il s'échange plus d'une fois en une année. Par ailleurs, l'analyse des paramètres de rotation du flottant public⁴, c'est-à-dire non retraité des participations des proches de Monsieur Jacques d'Armand de Chateaueuix et de Financière de l'Echiquier, comparée à celle des sociétés de l'indice SBF 120, montre que Bourbon se situe dans le dernier décile des sociétés du SBF 120 en terme de liquidité : son flottant (public) s'échange 0,7 fois en un an comparé à 1,7 fois en moyenne pour les sociétés du SBF 120.

Liquidité du titre Bourbon

Analyse du flottant sur deux ans glissant					
Flottant retraité (1)					
Nombre moyen d'actions (3)	Flottant moyen (3)	Volume sur la période (3) (7)	% du capital flottant (4)	Rotation du capital (5)	Rotation du flottant (6)
75	25	29	34%	0,4x	1,15x
Flottant public (2)					
Nombre moyen d'actions (3)	Flottant moyen (3)	Volume sur la période (3) (7)	% du capital flottant (4)	Rotation du capital (5)	Rotation du flottant (6)
75	43	29	58%	0,4x	0,68x
SBF 120					
Flottant moyen (% du capital)	Flottant médian (% du capital)	Rotation du capital moyen	Rotation du capital médian	Rotation du flottant moyen	Rotation du flottant médian
63%	65%	1,1x	0,8x	1,7x	1,31x

Source : Bloomberg

Notes :

(1) retraité des actions détenues par les proches de la famille de Monsieur d'Armand de Chateaueuix, considérées comme non flottantes pour l'analyse du flottant retraité

(2) données et définitions Bloomberg

(3) en millions d'actions jusqu'au 14/3/2014

(4) flottant moyen / nombre d'actions moyen sur la période

(5) volume / nombre moyen d'actions sur la période

(6) volume / flottant moyen

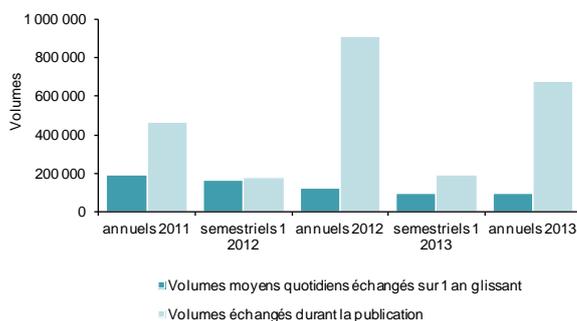
(7) annualisé

Couverture des analystes et réactions aux publications

La valeur est suivie régulièrement par une douzaine d'analystes qui publient leurs recommandations régulièrement. De plus, les volumes échangés au moment des publications de résultats sont bien supérieurs aux volumes moyens quotidiens échangés sur un an.

⁴ Définition du flottant telle que considérée par Bloomberg.

Volumes échangés lors des publications de résultats

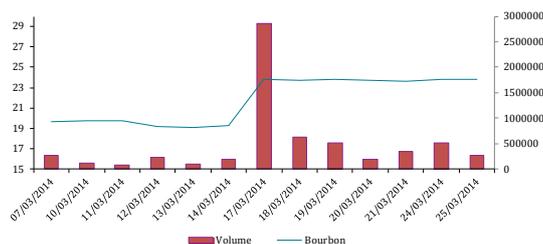


Source : Capital IQ

Volumes échangés à la suite de l'Offre

Au 14 mars 2014, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre, le cours de clôture de Bourbon s'établissait à 19,33 €. Après l'annonce de l'Offre, le 17 mars 2014 au matin, le cours de l'action s'est immédiatement positionné à 23,95€, pour s'établir à 23,85€ à la clôture.

Evolution des volumes échangés autour de l'annonce de l'Offre



Source : Bloomberg

Depuis cette date, le volume d'échanges moyen sur le titre demeure supérieur au volume moyen historique des trois dernières années.

Ainsi, bien que la liquidité du titre soit limitée au regard des sociétés du SBF 120, la couverture des analystes ainsi que le bon niveau de réaction aux annonces de la Société permettent de conclure que le titre présente une liquidité acceptable.

2.2 Positionnement stratégique de la Société

2.2.1 D'un conglomérat d'outre-mer à un leader des services à l'offshore pétrolier

De l'industrie sucrière à l'offshore maritime

Fondée en 1948, Bourbon est une société originaire de la Réunion, qui s'est d'abord développée dans l'industrie sucrière avant de se diversifier dans les activités de pêche, de distribution de produits alimentaires et de services maritimes.

Après son introduction en bourse en 1998, Bourbon se désengage progressivement des activités historiques non stratégiques de l'industrie sucrière et la distribution pour se recentrer au début des années 2000 sur les services maritimes (cf. supra). Ce changement de stratégie s'inscrit notamment dans la volonté de simplifier un modèle économique perçu comme complexe par la communauté financière et de diminuer la potentielle décote de conglomérat dont la valeur de Bourbon pouvait souffrir.

Dans le cadre de son activité actuelle de services maritimes, Bourbon s'appuie sur sa flotte de navires pour (i) assurer la mise en place, le maintien et les déplacements des plateformes pétrolières (Anchor Handling Tug Supply vessels ou navires AHTS), (ii) ravitailler les installations offshore en matériel (Platform Supply Vessels ou navires PSV) et (iii) transporter les équipes d'intervention (Fast Support Intervention Vessels ou Crewboats). La Société dispose également de navires remorqueurs d'assistance et de sauvetage destinés à la protection du littoral français. Par ailleurs, dans le cadre de son activité Subsea lancée en 2008, la Société opère des (i) navires polyvalents principalement dédiés aux interventions d'Inspection, de Maintenance et de Réparation (IMR) en milieu très profond et (ii) fournit des robots sous-marins destinés à l'observation, aux travaux de construction légère et aux manipulations jusqu'à 4000 mètres de profondeur. Enfin, Bourbon propose des prestations d'ingénierie et de gestion de projets IMR sur les champs pétroliers en exploitation.

Une stratégie adaptée aux enjeux spécifiques du secteur

– Caractéristiques du secteur des services maritimes offshore

L'activité du secteur des services maritimes offshore est tirée par les dépenses et les investissements des sociétés pétrolières pour l'exploration et l'exploitation de champs d'hydrocarbures offshore, eux-mêmes dépendants du cours du baril de pétrole.

A l'heure actuelle, les perspectives de croissance des dépenses en exploration et production de champs offshore sont favorables : leur taux de croissance annuel moyen est estimé compris entre 7% et 10% de 2014 à 2018 par le cabinet Rystad. Cette tendance attendue dans un contexte où le cours du baril de pétrole est élevé, s'explique par (i) le déclin de la production pétrolière sur les champs onshore ou offshore peu profonds et la nécessité d'élargir les explorations aux champs offshore profonds, (ii) le potentiel offert par la sous-exploitation historique des réserves en offshore profond, du fait de l'accès difficile aux ressources nécessitant des moyens technologiques avancés et (iii) l'amélioration des techniques de forage en eaux profondes ouvrant l'accès à des réserves auparavant inaccessibles.

Dans ce secteur d'activité où les conséquences environnementales d'un accident d'exploitation sont souvent catastrophiques, les sociétés pétrolières internationales accordent une grande importance aux conditions de sécurité qui encadrent la logistique des plateformes offshore. Elles confient donc ces activités à des prestataires spécialisés tels que Bourbon.

Par ailleurs, il convient de noter que les coûts de sous-traitance correspondants représentent pour les sociétés pétrolières des montants peu importants au regard des dépenses totales engagées dans le cadre des projets d'exploration et de production des champs d'hydrocarbures. Dès lors, l'excellence opérationnelle constitue bien souvent un critère clé pour le choix du prestataire, avant celui du prix.

- Une stratégie de développement historiquement consommatrice en capitaux

L'excellence opérationnelle dépend également de la modernité et de la flexibilité d'utilisation des navires mis à disposition du client. Elle requiert donc une mobilisation de ressources financières importantes.

Ainsi, afin d'atteindre son objectif de leadership sur le marché et saisir l'opportunité créée par l'augmentation des projets offshore de ces dix dernières années (entre 2002 et 2013, les commandes de plateformes de forage offshore⁵ ont été multipliées par 4), Bourbon a lancé plusieurs programmes d'investissements lourds entre 2003 et 2013 pour un montant cumulé total d'environ 4,8 milliards d'euros financés par endettement. Initialement destiné à augmenter la taille de la flotte pour répondre à la demande croissante des sociétés pétrolières en offshore profond, le premier plan stratégique a été suivi de trois autres plans annoncés en 2006, 2008 et 2010 afin d'accompagner la croissance en offshore profond et saisir l'opportunité de différenciation ouverte par l'obsolescence de la flotte offshore continental des concurrents (mise en service il y a plus de 20 ans).

- D'un statut de challenger à un positionnement de leader

En 2002, la taille de la flotte de Bourbon représentait environ 10% de celle du premier acteur du secteur, Tidewater. Le marché se répartit alors entre Tidewater, Seacor, Edison Chouest, Farstad, Solstad, Gulfmark et Bourbon.

Depuis son virage stratégique vers les services maritimes offshore et grâce à la réalisation de ses plans d'investissement successifs, Bourbon a fortement consolidé son positionnement concurrentiel en s'imposant comme un des leaders du marché⁶ en 10 ans. La Société possède actuellement une des flottes les plus jeunes (6,2 ans d'âge moyen), caractérisée par un niveau de standardisation très important et des équipements de pointe. Elle a ainsi pu afficher une forte croissance de son chiffre d'affaires au cours des dix dernières années portée par (i) le développement du marché de l'offshore continental et profond et (ii) l'augmentation des parts de marché des navires Bourbon favorisé par le relèvement des exigences des clients en termes de modernité et sécurité des navires.

2.2.2 *Une société globale qui dispose d'avantages concurrentiels forts*

Un acteur global

Bourbon a étendu ses activités à partir du bassin de l'Afrique de l'Ouest, où la Société était historiquement présente dans le cadre de ses activités maritimes en 2002.

Aujourd'hui, Bourbon bénéficie d'une position concurrentielle privilégiée dans les principales régions d'extraction de pétrole offshore (à l'exception (i) de la partie américaine du Golfe du Mexique où les contraintes réglementaires l'empêchent d'exercer son activité et (ii) du Brésil où le marché est fortement concurrentiel et offre des marges réduites).

⁵ Source : Douglas Westwood Research

⁶ Les acteurs dominants sont devenus Tidewater, Bourbon et Edison Chouest possédant respectivement environ 25%, 18% et 13% de la flotte globale disponible. Les 43% restant se répartissent entre 8 acteurs du marché.

Bourbon se positionne comme un acteur global et généraliste qui valorise auprès des clients *major* une interface unique répondant aux contraintes et spécificités des marchés régionaux grâce à un réseau local fort. Cette différenciation par rapport aux acteurs locaux lui a permis d'asseoir une part de marché sur le segment des clients *major* de l'ordre de 30% en Afrique de l'Ouest et 15% en Asie⁷ alors que ces marchés sont très fragmentés.

Une capacité d'exécution répondant aux enjeux du métier

La Société a assis son positionnement de leader sur des avantages concurrentiels centrés sur les enjeux clés de l'industrie offshore.

Tout d'abord, les navires de Bourbon ont été conçus suivant une approche unique dans le secteur. La construction en série de navires standardisés et innovants (propulsion diesel-électrique, positionnement dynamique de Classe 2) essentiellement dans un chantier naval chinois a permis non seulement de réduire les coûts de construction, mais aussi de faciliter leur maintenance ultérieure. Leur utilisation offre aux clients des temps d'opération et une consommation de carburant réduits, un haut niveau de disponibilité et une sécurité renforcée.

La Société vise prioritairement les grandes sociétés pétrolières nationales et internationales ayant des plans d'investissement soutenus ainsi que la contractualisation à long terme de ses navires⁸. Ainsi, face à des clients concentrés et puissants, soucieux avant tout que ce type de service soit accompli dans des conditions de sécurité et de coûts optimales et confronté à des concurrents, souvent locaux et de taille plus réduite, dont les équipements sont moins performants et offrent un niveau de sécurité moindre, Bourbon s'est ainsi donné les moyens de mieux résister que ses concurrents aux à-coups d'une industrie qui n'est pas à l'abri de cycles.

La Société a également su s'ancrer localement dans un secteur où l'accès à certains marchés est conditionné par la capacité à justifier de retombées économiques pour les pays producteurs d'hydrocarbures (« *local content* »). C'est particulièrement le cas en Afrique de l'Ouest.

Enfin, la Société a historiquement prouvé sa faculté à anticiper les besoins et saisir les opportunités du marché, comme l'illustre sa position actuelle de leader alors qu'elle s'est lancée dans ce secteur bien plus tardivement que ses pairs.

2.2.3 *Faiblesses et risques de la Société*

Si la stratégie de croissance que Bourbon a mise en œuvre ces dernières années est un succès, une insuffisante maîtrise des coûts a pesé sur sa rentabilité. Elle tente aujourd'hui de corriger cette situation avec la mise en place d'un ambitieux plan de rationalisation (cf. initiative « *Bourbon Way* » du plan *Transforming for Beyond*).

Par ailleurs, pour maintenir l'avantage concurrentiel lié au fait d'opérer la flotte la plus jeune du marché, Bourbon a commandé une vingtaine de navires PSV destinées aux opérations en offshore profond. Ce segment risque d'être confronté dans un avenir proche à une surcapacité de navires induisant une baisse des tarifs journaliers dans la mesure où l'équivalent de 37%⁹ de la flotte

⁷ Données de la Société.

⁸ Au 31 décembre 2013, le taux de contractualisation long terme des navires de support offshore s'élève à 73,8% (Source : document de référence 2013).

⁹ Source : résultats annuels 2013

existante du marché est actuellement en construction, alors que seulement 4% des PSV opérant aujourd'hui en eaux profondes ont plus de 25 ans : l'opportunité de substitution des navires est donc très limitée.

Enfin, même si Bourbon est dans une situation privilégiée pour faire face aux cycles du marché (cf supra), elle reste soumise (i) aux cycles de l'industrie pétrolière et (ii) au risque d'accident causé par un de ses navires à des installations pétrolières, qui pourrait entraîner une perte de confiance de la part de ses clients.

2.2.4 Perspectives et opportunités

La Société a désormais atteint un stade de maturité sur son périmètre géographique et son marché adressable dans lequel les opportunités de croissance future seront moins nombreuses. Cependant, la Direction Générale va étudier de nouvelles initiatives de croissance identifiées au cours du séminaire stratégique de mars 2014 sur les trois axes suivants : (i) augmentation de la part de marché dans chaque segment opérationnel, (ii) élargissement du portefeuille d'activité (produits et services) et (iii) amélioration de la création de valeur. Celles-ci n'ont pas encore été chiffrées par la Direction Générale et seront présentées au Conseil d'administration au cours du quatrième trimestre 2014 en vue d'une annonce officielle fin 2014 au plus tôt. Nous constatons qu'elles pourront s'inscrire dans la politique que l'Initiateur souhaite suivre à savoir « *la continuité d'une stratégie audacieuse, ouverte et innovante, seule susceptible de maintenir croissance et création de valeur au-delà de ce que Bourbon est devenue aujourd'hui*¹⁰ ».

Dans ce contexte et quels que soient les choix stratégiques qui seront effectués, la direction souhaite ainsi continuer d'améliorer la profitabilité et la rentabilité de l'entreprise, poursuivre le désendettement de la Société et respecter ses engagements en matière de politique de dividendes en maximisant la génération de flux de trésorerie. Elle souhaite également capitaliser sur la qualité de sa flotte et sur la dynamique du marché « de seconde main » des navires offshore en adoptant une gestion active et opportuniste de sa flotte. L'objectif de cette stratégie est de générer des plus-values sur la cession de navires sur le marché comme pourrait le faire un « armateur ».

Cette stratégie s'appuiera notamment sur les initiatives suivantes (dont certaines ont été présentées dans le plan *Transforming for Beyond*) :

- une amélioration des taux de disponibilité technique des navires et du taux d'utilisation liée à la standardisation et à la stabilisation de la flotte ;
- une croissance régulière des taux journaliers liée à une amélioration régulière de la qualité de service offerte aux clients (cf. initiatives « My Bourbon ») ;
- une réduction de coûts opérationnels et des frais généraux liés à la maturation du business model (cf. initiatives « Bourbon Way ») ;
- des commandes de nouveaux navires opportunistes liées à la stratégie de gestion active de la flotte ; l'année 2014 est considérée comme la dernière année de livraison significative de navires.

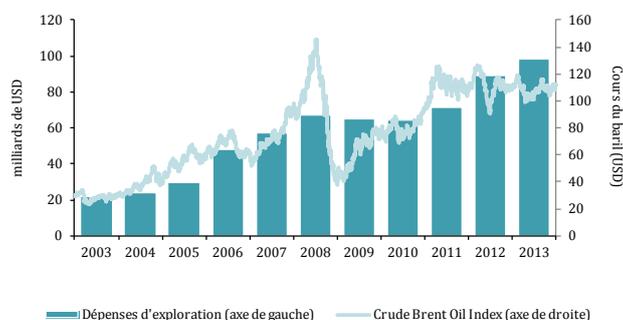
¹⁰ Source : projet de note d'information de l'Initiateur du 25 avril 2014.

2.3 Performance financière de Bourbon

Entre 2004 et 2008, le chiffre d'affaires et la profitabilité de la Société ont évolué de manière erratique en raison de nombreux effets de périmètre liés à (i) la cession progressive des activités agro-alimentaire et de distribution (comptabilisées dans le chiffre d'affaires jusqu'en 2005¹¹), (ii) la cession de l'activité de remorquage portuaire en 2007 et (iii) l'extension rapide de sa flotte de navires offshore. Ce constat rend ainsi l'analyse des performances financières de la Société avant 2008 (date à laquelle l'activité de services maritimes à l'offshore pétrolier représente 70% du chiffre d'affaires) non pertinentes eu égard au caractère diversifié du portefeuille d'activité de la Société.

Par ailleurs, comme nous l'avons vu ci-dessus, la performance financière de la Société est soumise à l'évolution des dépenses d'exploration et de production offshore des compagnies pétrolières (qui sont elles-mêmes sensibles au prix du baril de pétrole – cf. graphique ci-dessous) et à l'évolution du taux de change entre l'euro et le dollar US dans la mesure où 70% de son chiffre d'affaires et 35% de ses coûts sont libellés en dollar US.

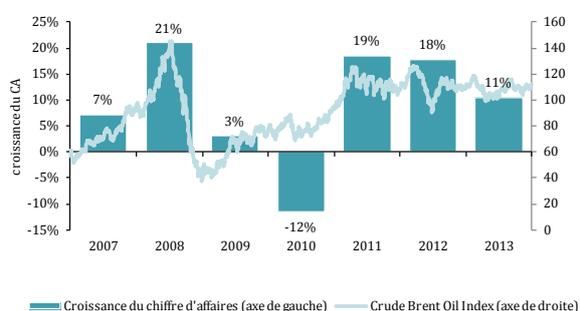
Evolution des dépenses d'exploration pétrolières et cours du baril de pétrole



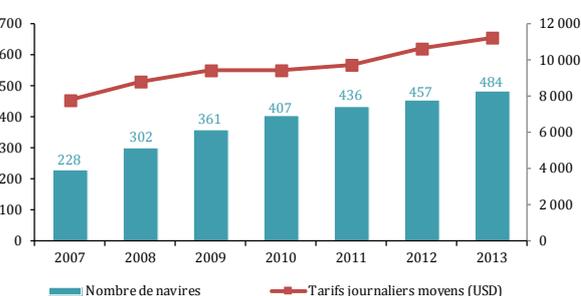
Source : IFPEN, Bloomberg

2.3.1 Une croissance soutenue par l'entrée de nouveaux navires dans la flotte malgré les effets de la crise

Croissance de chiffre d'affaires



Flotte et des tarifs journaliers



Source : Rapports annuels de la Société, Bloomberg

¹¹ L'activité de distribution a continué jusqu'en 2007 ; toutefois, elle était consolidée par mise en équivalence.

La crise financière et la chute des prix du baril de pétrole affectent les performances financières de Bourbon avec un décalage. En 2008 et 2009, la Société connaît une croissance de son chiffre d'affaires total de respectivement 21% et 3%¹². Le chiffre d'affaires de la division offshore, lui, connaît une croissance de respectivement 39% et 21% ces mêmes années, soutenu par l'entrée en flotte massive de nouveaux navires. En revanche, l'activité de la Société est affectée par le rattrapage des effets de la crise financière en 2010 : la croissance du chiffre d'affaires de l'activité offshore s'élève à 4,6% malgré la hausse de 13% du nombre de navires, et ce en raison de la chute du taux d'utilisation (-3,5 points) néanmoins atténuée par la stabilité des taux journaliers. La chute de 12% du chiffre d'affaires total est largement expliquée par la cession de l'activité Vrac¹³ en 2010.

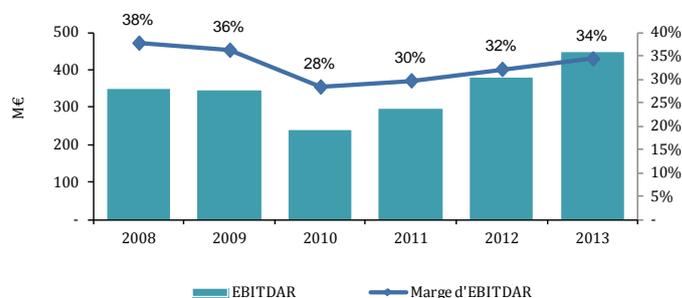
Le rebond de croissance du chiffre d'affaires entre 2011 et 2013 s'explique par un retour progressif de conditions économiques favorables, et par un rebond des taux journaliers et des taux d'utilisation moyens.

2.3.2 Une profitabilité affectée par un levier opérationnel important

Nous considérons que la Société est soumise à une structure de coûts majoritairement fixes. En effet, les charges du personnel navigant¹⁴, les coûts¹⁵ de maintenance et de carénage (et éventuellement les coûts de transit), et les charges des centres de *ship management* ne dépendent pas directement du chiffre d'affaires de la Société mais davantage de la taille de la flotte.

Ainsi, la Société peut subir un « effet ciseau » important lorsque la conjoncture pétrolière et financière se ralentit brutalement. Cet effet a réduit le taux de marge d'EBITDA de la Société en 2009 et 2010 comme présenté dans le graphique ci-dessous :

Evolution de l'EBITDA(R)¹⁶ et de la marge d'EBITDA(R) entre 2008 et 2013



Source : Rapports annuels de la Société

¹² L'activité de transport de Vrac voit son chiffre baisser de 49% en 2009.

¹³ L'activité Vrac n'apparaît donc plus dans le chiffre d'affaires ; elle est comptabilisée dans les actifs destinés à la vente (IFRS 5).

¹⁴ La Société nous a indiqué qu'elle disposait d'une certaine flexibilité concernant le personnel des crewboats. A l'inverse, elle doit conserver un équipage permanent minimal sur les navires offshore afin d'assurer leur maintenance.

¹⁵ Il convient de noter que les dépenses de carburant des navires affrétés sont prises en charge par les clients de Bourbon.

¹⁶ Depuis le lancement, en mars 2013, de l'exécution de son plan de gestion dynamique de la flotte, prévoyant la cession puis la location d'un tiers de sa flotte en 2015, la société communique sur un indicateur d'EBITDA avant loyers et plus value de cession (« EBITDAR »), censé refléter la performance économique de la Société quelque soit le mode de détention des navires.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPOSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

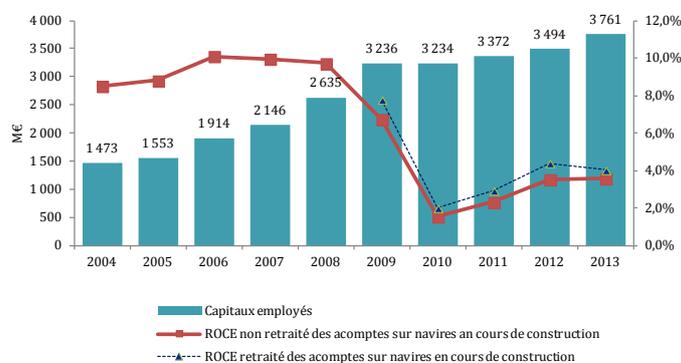
A l'exception de la période comprise entre 2009 et 2010, la croissance de l'EBITDAR est portée par la croissance continue de la flotte et la tendance haussière des tarifs journaliers malgré la hausse des coûts fixes (liés à l'expansion de la flotte). La tendance positive de l'EBITDAR peut également être expliquée par les économies générées par la standardisation de la flotte (notamment en termes de coûts de maintenance), de la meilleure gestion opérationnelle de la flotte (notamment par l'augmentation des taux de disponibilité des navires) et de la rationalisation des coûts engagés par la direction.

A titre d'illustration, la direction nous a indiqué que l'impact d'une forte dégradation des déterminants de la demande de navires offshore (année de « bas de cycle ») avait un impact à la baisse d'environ 10 points de marge sur l'EBITDAR.

2.3.3 Une politique d'investissement volontariste jusqu'en 2013 entraînant une chute à court terme de la rentabilité économique

La période comprise entre 2008 et 2013 a été marquée par d'importantes commandes de nouveaux navires en vue d'assurer une forte croissance des parts de marché du groupe. Cette période a également été marquée par une chute des taux de marge d'exploitation (mesurée par le rapport entre l'EBIT et le chiffre d'affaires) en raison du poids croissant des amortissements qui n'ont pas été suffisamment compensés par la croissance de l'EBITDAR. Par ailleurs, le taux de rotation de l'actif économique est resté stable entre 0,39x et 0,41x entre 2008 et 2013. Cette situation a entraîné une dégradation de la rentabilité économique de la Société qui s'est établie à environ 4% en 2013 comme présenté dans le graphique ci-dessous :

Evolution du ROCE¹ (hors plus values de cessions)



Source : Rapports annuels de la Société

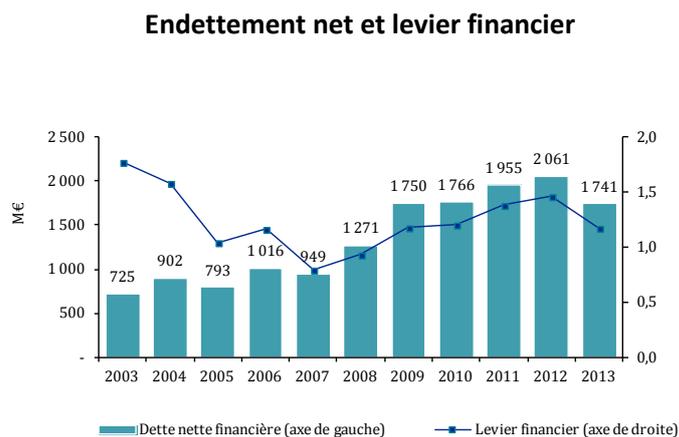
Note : (1) Acompte non retraités avant 2009

Ce niveau de rentabilité économique s'explique notamment par la difficulté de la Société à imposer à ses clients une prime sur ses prix de vente en raison de sa stratégie agressive de croissance de sa part de marché¹⁷. L'importance du levier opérationnel de la Société pénalise également la rentabilité économique de la Société. Par ailleurs, les loyers qui seront versés au titre des opérations de location financement sur les navires cédés dans le cadre du programme *Asset Smart* augmenteront le levier opérationnel de la Société.

¹⁷ Nous comprenons que l'atteinte d'une taille critique par la Société sur ses marchés lui permettra d'avoir un pouvoir de négociation plus important avec ses clients compte tenu notamment des initiatives de plan *Transforming for Beyond*.

2.3.4 Un levier financier en constante augmentation jusqu'en 2013

Bourbon a financé son ambitieuse politique d'acquisition de navires en (i) réinjectant les liquidités perçues au titre des arbitrages dans son portefeuille d'activités et (ii) en ayant massivement recours au financement par endettement¹⁸. Il est éclairant de constater que la Société a réussi à financer ses investissements sans faire appel à ses actionnaires au cours des 10 dernières années. Elle porte aujourd'hui une dette brute d'environ 2,5 milliards d'euros pour des capitaux propres de 1,5 milliards, soit un levier financier (« gearing brut » de 1,7x). Le graphique ci-dessous présente l'évolution de l'endettement financier net et du levier financier net (« gearing net ») de Bourbon au cours des 10 dernières années :



Source : Rapports annuels de la Société

La baisse de l'endettement financier net en 2013 s'explique par la mise en œuvre d'une partie du plan *Asset Smart* qui a permis à Bourbon d'encaisser (i) 130 millions de dollars dans le cadre de la transaction avec Pareto au titre de la cession pour reprise en location coque nue de navires de seconde main et (ii) 587 millions de dollars au titre du programme *Asset Smart*.

2.3.5 Une rentabilité financière particulièrement volatile

En raison de la sensibilité de son portefeuille d'activités à la conjoncture économique, de son fort levier opérationnel et de son endettement massif, la rentabilité financière de la Société a une évolution très erratique et n'a pas retrouvé un niveau supérieur à son coût des capitaux propres depuis 2008.

2.3.6 Cohérence des tendances retenues dans le budget 2014 avec les guidances de la Société

La Société nous a communiqué le budget établi pour l'année 2014 et nous nous sommes assurés qu'il était en ligne avec les objectifs affichés au cours de la réunion de présentation des résultats 2013.

¹⁸ Les emprunts contractés par Bourbon sont essentiellement constitués de financements de type « club deal » et d'emprunts bilatéraux. Tous ces emprunts sont adossés à des navires clairement identifiés lors de la signature du contrat de prêt qui sont pris en garantie (hypothèque de premier rang ou sûreté négative).

A ce titre, la direction attend (i) une croissance du chiffre d'affaires comprise entre 8% et 10% liée notamment à l'effet conjugué de la croissance de la flotte (42 navires) et de celle des tarifs journaliers et du taux d'utilisation à la fois dans les services maritimes et l'activité subsea et (ii) une légère hausse du taux de marge d'EBITDAR découlant d'un meilleur taux d'utilisation de la flotte et des initiatives stratégiques annoncées dans le plan *Transforming for Beyond*.

L'année 2014 s'accompagnera également d'une réduction du levier financier de la Société liée à (i) l'accroissement de la génération de flux de trésorerie en raison (a) d'une augmentation de la marge d'EBITDAR combinée à (b) une réduction des livraisons et commandes de navires et (ii) l'encaissement des produits de cession des navires dans le cadre du plan *Asset Smart*.

Ainsi, l'arrivée à maturité du modèle économique de la Société conjugué au (i) ralentissement de la croissance de la flotte et (ii) aux efforts de contrôle des coûts devrait assurer mécaniquement une hausse de la rentabilité économique et de la rentabilité financière de la Société pour 2014.

2.4 Une approche adaptée au contexte de l'Offre

L'Offre intervient à une étape du développement de la Société où l'appréciation de sa valeur intrinsèque est complexe :

- Bourbon est entré dans une phase de maturité pour ce qui concerne son activité traditionnelle. Après avoir investi lourdement pour gagner des parts de marché substantielles, elle est aujourd'hui en mesure de capitaliser sur sa position concurrentielle pour redresser sa marge et améliorer sa rentabilité économique ;
- Sa décision de procéder à des investissements plus ciblés, fonction des opportunités, va lui permettre de dégager des flux de liquidités abondants qui lui permettront de se désendetter et, ainsi, de diminuer son risque financier ;
- Sa volonté de gérer de manière plus active sa flotte est un moyen supplémentaire de dégager des flux de liquidité dans le futur ;
- Sa position concurrentielle et sa politique de désendettement lui donnent des atouts de résilience dans un secteur qui demeure cependant cyclique ;
- La direction est convaincue qu'il existe des opportunités de croissance sur des marchés connexes qui bénéficieront d'une réorientation de l'énergie des équipes, moins nécessaire sur une activité traditionnelle désormais en maturité.

Ces changements importants dont les effets ne sont pas encore visibles dans les performances actuelles de la Société constituent des paramètres essentiels de la valeur intrinsèque de la Société. Seule la méthode des cash flows actualisés permet de les intégrer dans l'analyse. En effet, elle permet d'asseoir notre raisonnement sur des hypothèses transparentes et de mettre en lumière les différentes caractéristiques du modèle économique actuel et futur de la Société tant en termes de croissance, de profitabilité, de rentabilité et de risques.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

La direction ne disposant pas d'un plan d'affaires, nous avons élaboré nos propres projections sur la base de discussions approfondies avec l'Initiateur et la Société. Nos travaux ont donné lieu à deux scénarios :

- Un scénario optimiste qui est celui que pourrait adopter un investisseur confiant dans la solidité du modèle de Bourbon et dans la capacité de sa direction à créer de la valeur¹⁹, conviction renforcée par une implication du fondateur de la Société en cas de succès de l'Offre ;
- Un scénario pessimiste, traduisant une exposition plus importante à la cyclicité du marché, qui est celui que pourrait retenir un investisseur sceptique sur la résilience du modèle de Bourbon face à un retournement du marché et sur la capacité ou la volonté de la direction de développer de nouveaux métiers.

Nous nous sommes également interrogés sur l'existence ou la légitimité d'une prime de contrôle dans le Prix, au-delà de la valeur intrinsèque²⁰. Une prime de contrôle²¹ n'est justifiable que si (i) l'Opération permet de créer des synergies, des bénéfices ou des complémentarités créatrices de valeur et, si (ii) les rapports de force dans la négociation sont tels que les actionnaires de la cible puissent espérer récupérer une partie de cette valeur.

Dans le cas d'espèce, l'Initiateur a déclaré son intention de « poursuivre et d'accompagner les principales orientations stratégiques de la Société ». S'inscrivant dans la continuité de la stratégie actuelle, le renforcement du contrôle de l'Initiateur n'augmentera pas la rentabilité de la Société et aucune synergie n'est attendue ni par l'Initiateur ni par la direction de la société.

Cependant, il nous semble que cette Opération devrait avoir certains effets positifs pour les deux parties. La valeur intrinsèque de la Société devrait bénéficier de la présence d'un actionnaire majoritaire puissant décidé à soutenir ses choix stratégiques et financiers, d'une implication renouvelée du fondateur du Groupe et d'un meilleur alignement des intérêts de ce dernier avec les actionnaires de la Société. Pour le moins, ces éléments viennent conforter la probabilité d'occurrence du scénario optimiste que nous avons construit.

Il ressort également de nos discussions avec les représentants de l'Initiateur que cette Opération est un atout potentiel dans la perspective d'une possible cotation à terme de Jaccar ou d'une branche Oil & Gas à créer. Il nous a également été indiqué que des complémentarités pouvaient être envisagées entre Bourbon et l'activité de distribution de gaz de Jaccar.

Ces effets bénéfiques indirects pour l'Initiateur pourraient justifier une valeur supplémentaire qui devrait théoriquement se retrouver en partie dans le Prix payé. Cependant, nous n'avons pas pu obtenir d'informations suffisamment précises pour évaluer l'importance de ces effets et porter un jugement sur le niveau d'une éventuelle prime de contrôle.

¹⁹ Sans pour autant prendre en compte le potentiel dans le développement de certaines activités, par exemple les activités subsea (cf infra).

²⁰ La prime de contrôle ne doit pas être confondue avec la prime constatée sur le cours de bourse, en particulier lorsque celui-ci ne reflète pas la valeur intrinsèque de la société.

²¹ Les niveaux moyens ou médians des primes de contrôle sont nécessairement affectés par le fait que les cours de bourse à partir desquels ils sont calculés reflètent plus ou moins bien la valeur intrinsèque des sociétés concernées.

Enfin, nous avons analysé les conditions de l'Offre afin de nous assurer que l'Offre ne pouvait générer de rupture d'égalité de traitement entre les actionnaires. A ce titre, il est important de souligner (i) que la Société n'a pas émis différents types d'instruments financiers donnant accès à son capital et (ii) que l'Offre propose aux actionnaires d'apporter leurs titres sur une base volontaire. Dans ces conditions, il est présumé qu'il n'existe pas de rupture d'égalité de traitement entre les actionnaires. Néanmoins, nous nous sommes assurés que les engagements de non-apports des actions à l'Offre signés par certains actionnaires de la Société n'ont pas donné lieu à la diffusion d'une information spécifique utile à la compréhension des intentions de l'Initiateur et, que ces engagements n'ont pas eu de contrepartie pour les actionnaires signataires.

3. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Conformément à la réglementation en vigueur et à la pratique professionnelle, nous avons mis en œuvre une approche multicritères pour évaluer les actions de la Société. Notre évaluation vise à déterminer une fourchette de valeurs raisonnables qui permet d'étalonner le prix proposé par l'Initiateur.

Après avoir analysé la pertinence des différentes références à notre disposition, nous avons mis en œuvre les deux méthodes les plus adaptées au contexte de notre analyse :

- une méthode intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs de la Société (i.e. méthode Discounted Cash Flows ou « DCF »). A titre illustratif, nous avons également mis en œuvre une méthode intrinsèque d'actualisation des dividendes ;
- une méthode analogique consistant à appliquer un multiple calculé sur la base des cours de sociétés comparables aux agrégats financiers de la Société (i.e. méthode des comparaisons boursières).

Nous présentons ci-dessous notre analyse des différentes références d'évaluation disponibles et les méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre.

3.1 Références d'évaluation examinées

3.1.1 Actif net comptable

L'actif net comptable est rarement considéré comme une référence pertinente de la valeur intrinsèque de la valeur des fonds propres d'une société. En effet, elle ne permet d'intégrer ni certains actifs incorporels créés en interne (comme la marque Bourbon) ni le goodwill généré par son portefeuille d'activités. Au surplus et au cas d'espèce, cette référence ne tient pas compte des plus-values potentielles sur la valeur nette comptable de la flotte de navires attendues par la direction, bien qu'une partie a pu être extériorisée lors des différentes opérations de cessions réalisées au cours de l'année 2013.

Ainsi, nous avons écarté la référence à l'actif net comptable de la Société.

3.1.2 Actif net corrigé

L'actif net corrigé tient compte de la réévaluation de certains postes de bilan et permet ainsi de gommer partiellement les limites de l'actif net comptable. Au cas d'espèce, nous avons constaté que certains analystes de même que les banques présentatrices (cf. infra) déterminent la valeur de l'actif net corrigé de Bourbon sur la base des estimations fournies par la Société concernant le montant des plus-values latentes sur la valeur nette comptable de sa flotte (estimée à environ 940 millions d'euros au 31 décembre 2013).

Nous n'avons pas retenu cette référence dans la mesure où les valeurs de cessions, estimées par un expert maritime et retenues pour déterminer ces plus-values latentes, supposent que la Société soit capable de céder l'ensemble de ses navires aux conditions de marchés prévalant à la date de l'expertise. Or, compte tenu de la taille substantielle de la flotte de Bourbon, il nous semble irréaliste de considérer que la Société pourrait céder l'ensemble de sa flotte au prix défini par l'expert maritime sans créer un déséquilibre entre l'offre et la demande de navires de « seconde main ». Au surplus, l'offre de navires « de seconde main » sera grandement augmentée en raison du volume significatif de navires neufs commandés par les acteurs du marché de l'offshore pétrolier.

Dans ce contexte, nous estimons que les conditions ne sont pas réunies pour que la valeur de marché des navires à fin décembre 2013 constitue une estimation fiable à retenir dans l'actif net corrigé de la Société. Cette référence ne nous semble donc pas pertinente. En tout état de cause, cette référence souffre des mêmes faiblesses que l'actif net comptable (i.e. non prise en compte de la capacité de Bourbon à générer du goodwill sur son portefeuille d'activités).

3.1.3 Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas identifié de transaction récente portant sur les actions de la Société (augmentation de capital, cession de bloc représentant une part substantielle du capital).

3.1.4 Cours de bourse

Comme présenté à la section 2.1, le marché de l'action Bourbon ne peut être considéré comme inefficace. En effet, nous avons constaté que le cours de bourse de Bourbon réagit à la plupart des annonces de la Société et exhibe un niveau de liquidité relativement satisfaisant.

Par ailleurs, la Société est suivie régulièrement par une douzaine d'analystes financiers qui publient à la suite des annonces de résultats de la Société.

Cependant, il est patent que les anticipations faites par les investisseurs sur l'avenir de la Société sont différentes de celles portées par les dirigeants et par l'Initiateur. Cet écart constitue justement l'un des motifs qui justifie l'Opération.

Nous avons observé que le cours de bourse a ainsi été affecté par (i) les déceptions répétées sur les résultats financiers au cours des dernières années par rapport aux objectifs stratégiques affichés dans le cadre des plans *Horizon 2012* et *Bourbon 2015*²², (ii) le niveau d'endettement élevé, (iii) les interrogations de la communauté financière sur l'intérêt des opérations de cessions de navires avec reprise en location coque-nue, (iv) l'éloignement de M. d'Armand de Chateaufort de la direction

²² A ce titre, nous comprenons que les ambitions affichées dans le cadre d'une journée investisseurs organisée à Shanghai en 2010 ont été rapidement dégradées compte tenu des résultats de Bourbon en mars et août 2011.

opérationnelle de l'entreprise et, plus récemment, (v) les incertitudes liées à la stratégie à moyen terme qui doit être annoncée fin 2014.

Enfin, les investisseurs ne semblent pas avoir intégré les bénéfices attendus de la stratégie de gestion active de la flotte.

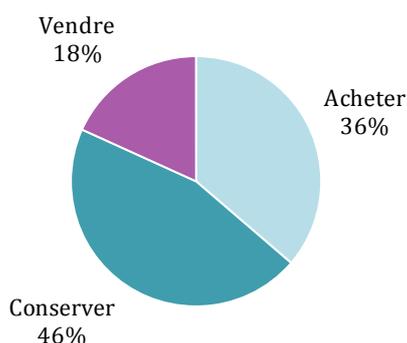
Dans ces conditions, nous considérons que le cours de bourse n'est pas représentatif de la valeur intrinsèque d'une action Bourbon. Néanmoins, nous l'avons retenu à titre illustratif en raison d'une liquidité suffisante, d'une bonne réaction aux annonces de la Société et d'un niveau de couverture satisfaisant de la part des analystes financiers.

3.1.5 Objectifs de cours des analystes

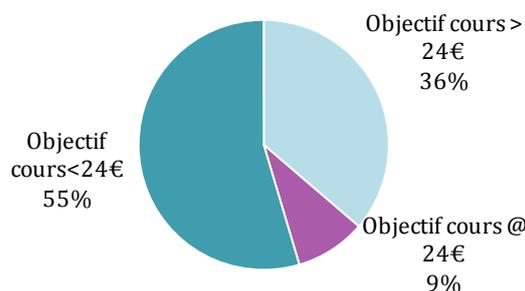
Entre la publication des résultats de l'année 2013 et l'annonce de l'Offre, nous avons identifié 11 nouvelles publications d'analystes financiers²³ sur Bourbon. Les objectifs de cours sont assez dispersés autour de la moyenne de 22,6 euros (écart-type de 3,27 euros).

Comme le montrent les graphiques ci-dessous, 36% des analystes ont une recommandation à l'achat et 45% ont un objectif de cours supérieur ou égal au prix de l'Offre.

Recommandations avant annonce de l'Offre



Objectifs de cours avant annonce de l'Offre



Source : Notes d'analystes

13 analystes ont réagi à l'annonce de l'Offre. A la date du rapport, la moyenne de leurs objectifs se situe à 23,2 euros.

Il convient de noter que :

- Kepler, Raymond James et Oddo recommandent aux actionnaires d'apporter leurs titres ;
- tandis que CM-CIC recommande aux actionnaires de ne pas apporter leurs titres, considérant que la valeur de marché du titre se situe à 29,5 euros.

²³ Il s'agit de HSBC, Kepler, Wunderlich, Société Générale, Portzamparc, Raymond James, Natixis, Gilbert Dupont, Oddo, Abn Amro et CM CIC.

A la lumière de ces éléments et de notre analyse des raisons qui nous ont conduits à écarter le cours de bourse comme une référence pertinente de la valeur intrinsèque de la Société, nous avons retenu les objectifs de cours des analystes comme une référence à titre illustratif.

3.2 Méthodes d'évaluation mises en œuvre

3.2.1 Méthode intrinsèque (DCF)

Principe de la méthode

La méthode DCF est une méthode d'évaluation intrinsèque qui permet de déterminer la valeur d'entreprise (ou valeur de marché de l'actif économique) d'une société. Fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« *Free Cash Flows to the Firm* ») futurs générés par la Société au taux de rentabilité exigé par l'ensemble des pourvoyeurs de fonds, elle est obtenue par addition (i) de la valeur actualisée des flux de trésorerie sur un horizon de prévisions explicite et (ii) de la valeur actuelle du portefeuille d'activités de la Société retenue à l'issue de la période de prévisions (couramment appelée « valeur terminale » ou « valeur de continuité »).

Estimation des flux de trésorerie disponibles sur l'horizon de prévision explicite

La Direction Générale de la Société nous a indiqué que la Société n'a pas élaboré de plan d'affaires détaillé depuis 2010. Dans ces conditions, nous avons dû construire un modèle financier à partir du plan d'affaires construit par JACCAR Holdings (qui a été succinctement décrit dans la note d'information de l'Initiateur²⁴) que nous avons ajusté. Nos projections financières s'appuient également sur (i) le budget 2014 de la Société, ajusté des performances réalisées au premier trimestre 2014, (ii) les différents entretiens que nous avons menés avec le Président du Conseil d'administration, le Directeur Général, les Directeurs Généraux Délégués et des informations obtenues auprès de la Société et de l'Initiateur et (iii) les autres analyses que nous avons réalisées au cours de notre mission.

Nous avons construit deux scénarii couvrant la période 2015 – 2025 :

- un scénario « optimiste » qui s'inscrit dans la continuité de la stratégie de Bourbon en tirant les conséquences positives des décisions structurantes qui ont été prises au cours des dernières années ;
- un scénario « conservateur » qui représente une vision pessimiste dans laquelle la Société ne serait pas en mesure de saisir des opportunités de croissance et souffrirait d'une dégradation de ses performances financières par rapport à celles du scénario « optimiste » dans un environnement économique cyclique.

²⁴ Il convient de noter que, selon les représentations de l'Initiateur, ce plan d'affaires a été construit sur la base d'informations publiques. Ainsi, il pourrait ne pas refléter l'ensemble des objectifs stratégiques de la Société, dont une partie sera dévoilée au quatrième trimestre 2014 au plus tôt (cf. infra).

Les banques présentatrices ont retenu ce plan d'affaires pour mener leurs analyses sur les éléments d'appréciation du prix de l'Offre. De plus, nous comprenons que celles-ci se sont également appuyées sur ce plan d'affaires pour mener leurs analyses dans le cadre des négociations des termes du contrat de crédit d'un montant maximal de 768 millions d'euros.

LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Il nous a semblé nécessaire de retenir une période de projections de 12 ans dans la mesure où (i) les initiatives stratégiques de la Société décrites à la section 2.2 devraient lui permettre d'augmenter progressivement sa profitabilité, (ii) la Société prévoit de mettre en place une stratégie active de gestion de sa flotte qui nécessite une maturité de l'âge moyen des navires et une politique de remplacement pérenne des navires cédés.

Ces deux trajectoires possibles de la Société dont la direction nous a confirmé la cohérence des hypothèses pour chacune²⁵ n'intègrent pas les effets des initiatives identifiées au cours du séminaire stratégique de Doha en mars 2014 qui seront formalisées et chiffrées au cours du second semestre 2014 (notamment relatives à l'extension de l'offre de services de Bourbon sur le segment Subsea pour l'offshore profond et ultra-profond).

Description du scénario optimiste

Nous avons simulé dans notre scénario optimiste les conséquences économiques et financières de la vision qui consiste à capitaliser sur la situation de maturité de la Société et à tirer parti de tous les efforts d'investissement des cinq dernières années. Ce scénario repose sur l'hypothèse que la position concurrentielle de la Société est suffisamment solide (niveau élevé de contractualisation de la flotte, forte part de marché auprès des *majors* et des grandes compagnies locales) pour qu'elle ne subisse que de manière limitée les effets qu'un retournement de cycle pourrait avoir sur les entreprises du secteur.

Les principales hypothèses de ce scénario sont les suivantes :

- un taux de change EUR / USD stable à 1,30 ;
- une croissance du marché des services de support à l'offshore pétrolier égale à 10% de celle prévue le cabinet Rystad²⁶ (soit une croissance d'environ 1% de la demande pour les services de Bourbon) ;
- une croissance des tarifs journaliers de 2% par an ;
- une marge d'EBITDAR fondée sur le budget 2014 révisé, évoluant ensuite linéairement vers un taux long terme de 39% du chiffre d'affaires à partir de 2020 ;
- des plus values de cession relatives aux ventes sèches de navires à hauteur de 125% de la valeur nette comptable de ces navires.

Elles se traduisent par :

- un taux de croissance annuel moyen de 3,7% du chiffre d'affaires sur la période 2014-2025 ;
- un taux de croissance annuel moyen de 4,8% de l'EBITDAR sur la période 2014-2025 ;

²⁵ Ces hypothèses ne constituent pas des objectifs opérationnels ou stratégiques pour la Société.

²⁶ La Société nous a transmis des estimations du cabinet Rystad prévoyant une croissance moyenne comprise entre 7% et 10% des dépenses (investissements et exploitation) des acteurs de l'exploration / production pétrolière et gazière sur le segment offshore continental, moyen et profond jusqu'en 2018. Nous avons considéré que cette croissance de 10% n'affecterait que de 1% les perspectives de croissance de Bourbon sur l'ensemble de la période de projections.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

- un taux de croissance annuel moyen de 8,3% des investissements nets sur la période 2016²⁷-2025 ;
- un taux de croissance annuel moyen de 2,3% des flux de trésorerie sur la période 2016²⁶ -2025 ;
- une croissance de la rentabilité des capitaux employés de 7% à 21 % sur la période 2014-2025.

Ces hypothèses, jusqu'en 2020, ne sont pas très éloignées de celles des banques de l'Initiateur dont l'horizon explicite de prévisions s'arrête en 2020.

Description du scénario conservateur

Le scénario conservateur représente une vision pessimiste dans laquelle la Société (i) ne bénéficiera pas de la croissance régulière des dépenses des acteurs de l'exploration / production pétrolière et gazière attendue par le cabinet Rystad, (ii) sera fortement sujette à la cyclicité du secteur parapétrolier offshore.

Il reprend les principes du scénario optimiste à l'exception des hypothèses dégradées décrites ci-dessous :

- un taux de change EUR / USD évoluant linéairement de 1,36 en 2014 à 1,30 en 2020 pour se stabiliser à ce niveau à long terme ;
- aucune répercussion de la croissance du marché des services de support à l'offshore pétrolier sur les activités de Bourbon ;
- une croissance des tarifs journaliers de 1% par an ;
- une marge d'EBITDAR dégradée de 2 points chaque année par rapport au scénario optimiste (hors dégradation des hypothèses de change présentées ci-dessus) et stabilisée à 37% du chiffre d'affaires à partir de 2020²⁸ ;
- des plus values de cession relatives aux ventes sèches de navires à hauteur de 114% de la valeur nette comptable de ces navires.

Ces hypothèses se traduisent par :

- un taux de croissance annuel moyen de 2,5% du chiffre d'affaires sur la période 2014-2025 ;
- un taux de croissance annuel moyen de 3,3% de l'EBITDAR sur la période 2014-2025 ;
- un taux de croissance annuel moyen de 7,2% des investissements nets sur la période 2016²⁹-2025 ;

²⁷ La mesure de la croissance annuelle moyenne n'est pertinente qu'une fois que le plan Asset Smart est finalisé.

²⁸ Compte tenu de la difficulté à appréhender les effets cycliques sur l'ensemble des agrégats de la Société, nous avons adopté une approche simplifiée consistant à retenir deux années de « bas de cycle » ayant un impact à la baisse de 10 points sur le taux de marge d'EBITDAR sur une période de 10 ans. Cet impact défavorable estimé par la direction a ainsi été lissé sur l'ensemble des années du plan du scénario conservateur.

²⁹ La mesure de la croissance annuelle moyenne n'est pertinente qu'une fois que le plan Asset Smart est finalisé.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

- un taux de croissance annuel moyen de 0,0% des flux de trésorerie sur la période 2016²⁸ - 2025 ;
- une croissance de la rentabilité des capitaux employés de 6% à 14 % sur la période 2014-2025.

Les trajectoires résultant de ces hypothèses jusqu'en 2020 sont généralement en deçà de celles retenues par l'Initiateur et ses banques conseil.

Estimation de la valeur terminale

Pour chaque scénario, nous avons déterminé la valeur du portefeuille d'activités de la Société au terme de l'horizon explicite des projections financières) par application de la formule de Gordon Shapiro au flux de trésorerie attendu en 2025. Nous avons retenu un taux de croissance à long terme constant de 2%.

Rappelons que le niveau de rentabilité économique atteint en 2025 est de 21% pour le scénario optimiste et de 14% pour le scénario conservateur.

Estimation du taux d'actualisation³⁰

Les flux de trésorerie disponibles rémunèrent l'ensemble des pourvoyeurs de fonds de la Société (i.e. capitaux investis) et sont actualisés au coût moyen pondéré du capital (« CMPC » ou « WACC ») de Bourbon. Il est calculé comme la moyenne du coût des fonds propres et du coût de l'endettement financier net pondérée par l'objectif d'endettement cible de la Société (mesuré en valeur de marché).

Le coût des fonds propres a été déterminé à partir de la formule issue du modèle d'équilibre des actifs financiers (« MEDAF ») communément utilisé par les praticiens. Nous avons utilisé les paramètres suivants dans cette formule :

- Taux sans risque : moyenne deux ans des taux de rendement actuariels des obligations émises par l'Etat français ayant une maturité de 10 ans au 31 mars 2014, soit 2,3%³¹ ;
- Bêta des fonds propres : il s'élève à 1,4. Il a été déterminé à partir du bêta de l'actif économique de Bourbon et de sociétés comparables (base hebdomadaire 2 ans, seuil de R² minimal de 0,20) qui a été estimé à 1,1. Malgré la piètre qualité statistique des résultats de notre échantillon, nous considérons que ce bêta de l'actif économique, supérieur au bêta de l'actif économique théorique du marché, traduit de manière appropriée (i) la sensibilité du volume d'activité à la conjoncture économique (et plus particulièrement au prix du baril de pétrole, déterminant essentiel des investissements exploration / production offshore des sociétés pétrolières) et (ii) le fort niveau de levier opérationnel de la Société. Par ailleurs, le niveau de levier financier retenu pour réendetter le bêta de l'actif économique est présenté ci-dessous ;

³⁰ L'ensemble des données de marché sont extraites de Bloomberg.

³¹ Comme une partie des recettes et des coûts de la Société sont libellés en USD, les projections intègrent une hypothèse d'évolution du taux de change EUR / USD sur l'horizon du plan d'affaires. Il n'est donc pas nécessaire de corriger le taux de rendement des OAT libellées en EUR.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

- Prime de risque : nous avons retenu un taux de 6%, qui, combiné avec un taux sans risque de 2,3% nous semble refléter de manière satisfaisante les exigences de rentabilité à long terme des investisseurs sur le marché actions ;
- Prime pays : elle traduit l'exposition au risque géopolitique de Bourbon dans la mesure où la Société exerce majoritairement ses activités dans des pays émergents (principalement en Afrique de l'Ouest, Asie, Méditerranée et Moyen Orient et Amérique centrale) dans un environnement où (i) elle peut être amenée à opérer dans le cadre de *joint-ventures* avec des sociétés locales et (ii) son activité est régie par un certain nombre de dispositions réglementaires locales. Cependant, les principaux clients de Bourbon sont des *majors* ou des National Oil Companies dépendantes de leurs sous-traitants et attentives à la qualité de service et à la sécurité qui leur sont assurées, ce qui diminue l'exposition réelle de la Société au risque géopolitique. En conséquence, nous avons retenu un niveau de prime pays³² de 1,6% qui correspond à la moitié du risque pays théorique sur les zones où Bourbon est présente ;

Le coût de l'endettement financier net a été estimé à 4% sur la base des informations fournies par la direction.

La structure financière cible de Bourbon a été estimée sur la base d'un levier financier cible de 33% (rapport entre l'endettement financier net et la capitalisation boursière ou « gearing »). Ce taux est cohérent avec les objectifs affichés par la direction de maintenir un levier financier inférieur à 0,5. Enfin, nous avons retenu un taux d'imposition normatif de 20%.

L'ensemble de ces paramètres conduisent à un taux d'actualisation de 10,1%. Ce taux a été retenu pour déterminer la valeur intrinsèque de Bourbon dans le cadre du scénario optimiste. Pour des raisons de cohérence, nous avons réduit de 50 points de base le taux d'actualisation retenu dans le scénario conservateur (soit un taux de 9,6%), dont une partie du risque est intégrée dans les projections dégradées (cf. supra).

Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Afin d'obtenir la valeur des fonds propres de la Société à partir de la valeur de marché de son actif économique, la dette financière nette de la Société au 31 décembre 2013 a été déduite de la valeur d'entreprise issue de la mise en œuvre du DCF et ajustée de (i) la valeur de marché des intérêts minoritaires³³, (ii) des engagements envers le personnel, (iii) des autres provisions, (iv) des autres passifs non courants, (v) des titres mis en équivalence, et (vi) des actifs financiers courants et non courants. Le montant de la dette nette ajustée s'élève à 1 898 millions d'euros dans le cadre du scénario optimiste et 1 862 millions d'euros dans le cadre du scénario conservateur.

Enfin, dans la mesure où notre date d'évaluation de la Société est fixée au 31 mars 2014, nous avons également ajouté aux ajustements ci-dessus la trésorerie générée au cours du premier trimestre 2014. Celle-ci s'élève à 193 millions d'euros dans le cadre du scénario optimiste et 189 millions d'euros dans le cadre du scénario conservateur.

³² Calculée comme la différence entre le rendement actuariel d'obligations des Etats émergents en EUR/USD et le taux de rendement actuariel des obligations d'Etat « développés » libellées en EUR/USD.

³³ Celle-ci est estimée en appliquant le multiple implicite de valeur de marché des fonds propres sur capitaux propres comptables (« price to book ratio ») issue du DCF.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPOSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Nombre d'actions

Au 31 décembre 2013, le capital de la Société est divisé en 74 559 688 actions dont 2 965 102 auto-détenues.

Cinq plans de souscription d'actions sont en vigueur représentant 5 607 925 options de souscription d'actions (« BSA ») à ce jour. Parmi ces plans, deux sont exerçables à ce jour mais seul celui autorisé par le Conseil d'administration du 8 décembre 2008 l'est pour un prix inférieur au cours de bourse à la date de nos travaux : ce plan a donné lieu à l'attribution de 27 419 BSA pour un prix de souscription ajusté de 15,78€ au 31 décembre 2013. Sur cette base et par application de la *treasury method*, nous avons estimé le nombre d'actions dilutives à 9 278, portant le nombre d'actions total à 71 603 864 au 31 mars 2014.

Conclusion de la méthode DCF : une fourchette de 23,8 euros à 33,6 euros

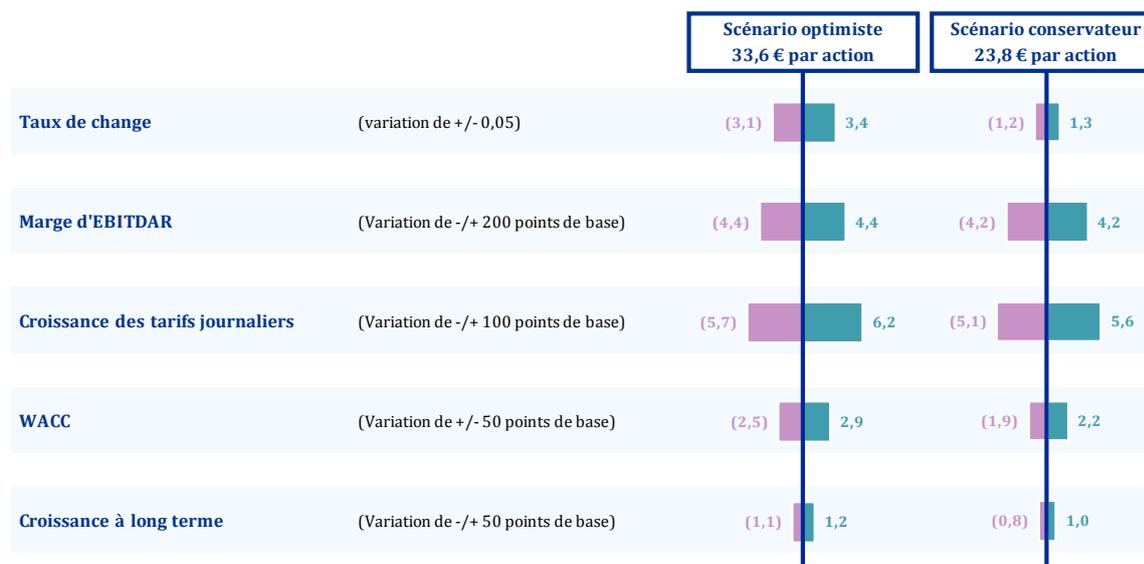
Le DCF appliqué au scénario optimiste conduit à une valeur de 33,6 euros par action au 31 mars 2014. Appliqué au scénario conservateur, il conduit à une valeur de 23,8 euros par action au 31 mars 2014³⁴.

Synthèse des résultats de la méthode DCF		
M€	Scénario optimiste	Scénario conservateur
Valeur actuelle des flux sur la période 2014-2025	2 763	2 399
<i>Pourcentage de la valeur d'entreprise</i>	<i>67%</i>	<i>71%</i>
Valeur terminale actualisée	1 350	977
<i>Pourcentage de la valeur d'entreprise</i>	<i>33%</i>	<i>29%</i>
Valeur d'entreprise	4 113	3 376
Dette financière nette ajustée	(1 898)	(1 862)
Flux de trésorerie de janvier à mars 2014	193	189
Valeur des capitaux propres	2 408	1 703
Nombre d'actions (en millions)	71,6	71,6
Valeur de l'action Bourbon	33,6	23,8

³⁴ La différence de montant concernant le flux de trésorerie généré de janvier à mars 2014 entre les deux scénarii s'explique par l'impact du taux de change.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Il convient de souligner que les résultats précédents sont très sensibles aux principales hypothèses opérationnelles et financières présentées ci-dessous :



Les sensibilités indiquées ci-dessus sont considérées toutes choses égales par ailleurs.

Méthode intrinsèque des dividendes mise en œuvre à titre illustratif

Nous avons mis en œuvre une méthode intrinsèque fondée sur la capacité distributive théorique de la Société³⁵. Elle repose sur la vision du Président du Conseil d'administration concernant la croissance annuelle des dividendes futurs dont nous comprenons qu'elle sera comprise entre 10% et 15%.

Pour ce faire, nous avons appliqué au dividende 2014 (i.e. 1 euro) un taux de croissance de 12,5% jusqu'en 2025 puis de 2% au-delà. Nous nous sommes assurés que les versements attendus seront compatibles avec les objectifs de désendettement de la Société fixés par la direction.

En retenant un coût des fonds propres évolutif en fonction de la structure financière de la Société, la valeur par action Bourbon s'établit à :

- 26,5 euros pour le scénario optimiste ;
- 23,0³⁶ euros pour le scénario conservateur.

³⁵ Elle suppose que la Société est capable de verser le résultat net de chaque année et implique donc qu'elle est capable de faire remonter sa trésorerie localisée dans les pays où elle opère vers la société mère (i.e. hors prise en compte des potentielles contraintes juridiques ou fiscales de chacun de ces pays).

³⁶ La valeur par action est inférieure à celle du scénario optimiste dans la mesure où le levier financier est plus important et influence donc le coût des fonds propres à la hausse.

Par ailleurs, nonobstant les intentions de l'Initiateur concernant le versement de dividendes exceptionnels et dans la mesure où les flux de liquidités générés sur l'horizon du plan d'affaires conduisent à un niveau de trésorerie élevé dès 2020, nous avons étudié l'impact d'un scénario optimiste incluant des versements de dividendes exceptionnels dès lors que la trésorerie de la Société est fortement excédentaire³⁷. Ce scénario conduit à une valeur par action de la Société de 30,5 euros.

Il convient de souligner que les actionnaires n'apportant pas leurs titres à l'Offre pourront bénéficier de ces versements théoriques.

3.2.2 *Méthode des comparables boursiers*

Nous avons également estimé la valeur des actions de la Société à partir d'une approche analogique en examinant les conditions dans lesquelles le marché évalue les entreprises cotées exerçant une activité comparable à celle de la Société. Cependant, nous considérons que l'application de la méthode des comparables boursiers n'est pas la méthode d'évaluation la plus appropriée dans la mesure où son interprétation est rendue complexe par (i) les opérations de cession de navire avec reprise en location coque-nue et (ii) l'activité naissante de gestion active de la flotte.

Principe de la méthode et multiple sélectionné

La méthode des comparables boursiers repose sur l'observation des multiples d'agrégats financiers extériorisés par les prix auxquels s'échangent les actions des sociétés comparables cotées sur le marché. Ces multiples sont estimés en rapportant la valeur d'entreprise ou la valeur des fonds propres de sociétés cotées comparables à un instant donné aux agrégats financiers de ces mêmes sociétés, estimés par les analystes pour les années à venir. Ces multiples sont ensuite appliqués aux agrégats futurs de la société à évaluer.

Dans ce cadre, le multiple que nous avons jugé le plus pertinent pour comparer Bourbon à ses pairs est celui de la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDAR, qui traduit la profitabilité de la Société avant prise en compte (i) des loyers, charges qui correspondent à un mode de financement bien particulier auquel Bourbon est quasiment seul à avoir recours³⁸ dans le secteur, (ii) des plus-values de cession de navires, que les analystes financiers ne sont pas en mesure d'estimer dans le futur pour les sociétés comparables et (iii) des charges d'amortissement qui varient en fonction a) du stade de chaque société dans son cycle d'investissement et b) de sa politique d'amortissement. Nous avons donc écarté les multiples de chiffre d'affaires, qui ne tiennent pas compte du niveau de profitabilité des sociétés, et les multiples d'EBIT, qui sont affectés par leur cycle d'investissement et leur politique d'amortissement.

Enfin, les multiples de capitalisation boursière rapportée à l'actif net et au résultat net n'ont pas été retenus dans la mesure où le premier ne permet pas d'intégrer les perspectives de création de valeur future et en particulier la création de valeur associée au métier d'armateur de Bourbon et le deuxième suppose une structure financière uniforme entre les différentes sociétés.

³⁷ Ce versement de dividendes exceptionnels permet un niveau de trésorerie en 2025 cohérent avec la vision de la direction.

³⁸ Tidewater loue une partie de sa flotte dans des proportions très faibles.

Choix des sociétés comparables cotées

Pour mettre en œuvre cette approche, nous avons défini un échantillon de sociétés cotées positionnées dans les services de support à l'offshore pétrolier et s'appuyant sur leur flotte de navires pour assurer la mise en place, le maintien et les déplacements des plateformes pétrolières, ravitailler les installations, et transporter les équipes d'intervention. Ces sociétés sont également, comme Bourbon, positionnées dans les activités subsea.

Les sociétés retenues sont présentées ci-après.

Multiples des sociétés comparables ⁽¹⁾			
		EV/EBITDAR (hors plus-values)	
	Pays	2014	2015
Tidewater	Etats Unis	7,3x	6,3x
Farstad	Norvège	6,8x	5,8x
Solstad	Norvège	7,3x	6,8x
Gulfmark	Etats Unis	7,2x	6,3x
Hornbeck	Etats Unis	5,8x	4,4x
Havila	Norvège	7,7x	7,2x
SiemOffshore	Norvège	6,2x	5,2x
DOF	Norvège	7,6x	7,1x
Moyenne		7,0x	6,1x
Médiane		7,2x	6,3x

Source : Bloomberg, rapports annuels et trimestriels des sociétés

Note : (1) Calculés sur la base des derniers éléments de bilan disponibles (au 31 décembre 2013) et du cours moyen sur 1 mois précédent le 31 mars 2014 et pondéré par les volumes

Mise en œuvre de la méthode

Les multiples d'EBITDAR médians de notre échantillon de sociétés comparables mesurés au 31 mars 2014 ont été appliqués aux EBITDAR 2014 et 2015 de la Société déterminés sur la base des scénarii présentés ci-dessus. La valeur d'entreprise ainsi calculée a ensuite été ajustée d'un certain nombre d'éléments pour tenir compte des spécificités de Bourbon non prises en compte dans le multiple d'EBITDAR :

- valeur actuelle positive des plus-values de cession projetées dans le cadre de chaque scénario ;
- valeur actuelle positive de la trésorerie restant à encaisser au titre des ventes de navires dans le cadre de la finalisation du plan *Asset Smart*, nette d'impôts sur les plus values ;
- valeur actuelle négative après impôt des loyers projetés dans le cadre de chaque scénario ;
- éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres déterminés sur la base du bilan de la Société au 31 décembre 2013 (cf supra).

Conclusion et limites de la méthode

Ainsi, la valeur de la Société issue de la méthode des multiples boursiers appliquée à l'EBITDAR conduit à une valeur par action de Bourbon dans le cadre du scénario optimiste comprise entre 21,2 et 21,9 euros. Dans le cadre du scénario conservateur, elle conduit à une valeur comprise entre 16,5 et 14,8 euros.

Calcul de la valeur par action de Bourbon	Scénario optimiste		Scénario conservateur	
	2014	2015	2014	2015
Multiple EBITDAR (hors plus-values de cessions)	7,2x	6,3x	7,2x	6,3x
EBITDAR Bourbon (hors plus-values de cessions) (M€)	498	577	469	516
Valeur d'Entreprise de Bourbon (hors plus-values de cessions) (M€)	3 591	3 644	3 383	3 259
VAN des plus-values de cessions après impôt (hors Asset Smart) (M€)	278	278	199	199
VAN des loyers coque nue après impôts (M€)	(1 776)	(1 776)	(1 868)	(1 868)
VAN des encaissements de cessions Asset Smart (nette d'impôt sur plus-values) (M€)	1 324	1 324	1 329	1 329
Dette nette ajustée de Bourbon (M€)	(1 898)	(1 898)	(1 862)	(1 862)
Valeur des Fonds propres de Bourbon (M€)	1 518	1 571	1 181	1 057
Nombre d'actions diluées (millions)	71,6	71,6	71,6	71,6
Valeur par action	21,2 €	21,9 €	16,5 €	14,8 €

Il convient de noter que l'application de cette méthode est limitée par les différences stratégiques, opérationnelles et financières qui existent entre Bourbon et les sociétés comparables. Ainsi, cette méthode ne permet pas de tenir compte des différences entre Bourbon et chacune des sociétés comparables en termes de croissance, rentabilité, sensibilité au cycle du secteur offshore, capacité à bénéficier de la standardisation de la flotte, exposition à des risques pays différents.

3.2.3 Méthode des transactions comparables

A titre illustratif, nous avons également estimé la valeur des actions de la Société à partir d'une approche analogique fondée sur les transactions publiques opérées dans le secteur au cours de ces dernières années.

Principe de la méthode et multiple sélectionné

Nous avons donc effectué une recherche des transactions ayant eu lieu dans le secteur des services de support à l'offshore pétrolier au cours des dernières années et identifié pour chacune d'entre elles les multiples implicites. Selon une approche semblable à celle exposée ci-dessus, ces multiples sont calculés en rapportant la valeur d'entreprise ou la valeur des fonds propres payée³⁹ pour chaque société aux agrégats financiers passés de ces mêmes sociétés. Les multiples moyens ou médians issus de l'échantillon de transactions comparables retenu sont alors appliqués aux agrégats passés correspondants de la société à évaluer.

³⁹ La valeur d'entreprise ou la valeur des fonds propres payée est ramenée sur une base 100% lorsque l'acquisition ne concerne pas la totalité du capital de la société.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Comme dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des multiples boursiers (cf. supra), nous considérons que le multiple d'EBITDAR est le plus pertinent pour l'application de la méthode des multiples transactionnels. Par ailleurs, l'EBITDAR des sociétés ayant fait l'objet d'une transaction n'est pas publié en tant que tel ; nous avons donc considéré que les charges de loyers de ces sociétés étaient négligeables et ainsi, que leur EBITDA était égal à leur EBITDAR.

Echantillon de transactions comparables récentes

A la suite de nos analyses, nous avons retenu un échantillon de 8 transactions opérées entre 2008 et 2013 et portant sur des sociétés comparables à Bourbon en terme d'activité.

Multiples de transactions				
Date	Cible	Acquéreur	Participation acquise	Multiple EV / EBITDA
novembre-13	Miclyn Express Offshore	CHAMP PE et SEA6 Limited	25%	9,7x
janvier-13	Acergy Havila	Subsea 7	50%	4,7x
octobre-11	SBS Marine Limited	Trans Viking Offshore	100%	12,2x
août-11	GC Rieber Shipping	GC Rieber	16%	12,3x
avril-11	NOR	Solstad Offshore	41%	8,6x
février-10	CH Offshore	Falcon Energy	29%	7,0x
décembre-09	Hallin Marine Subsea	Superior Energy Services	100%	7,0X
mai-08	Rigdon	Gulfmark	100%	11,9x
Moyenne				9,5x
Médiane				9,7x

Source: Capital IQ, MergerMarkets, Sociétés

Mise en œuvre de la méthode

Le multiple d'EBITDAR médian de notre échantillon a été appliqué à l'EBITDAR 2013 de la Société. La valeur d'entreprise ainsi calculée a ensuite été ajustée des mêmes éléments que ceux considérés dans le cadre de la méthode des multiples boursiers.

Conclusion et limites de la méthode

Ainsi, la valeur de la Société issue de la méthode des multiples transactionnels appliquée à l'EBITDAR conduit à une valeur par action de Bourbon dans le cadre du scénario optimiste de 32,1 euros. Dans le cadre du scénario conservateur, elle conduit à une valeur de 30,3 euros comme indiqué dans le tableau ci-dessous :

LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Calcul de la valeur par action de Bourbon		
	Scénario optimiste	Scénario conservateur
Multiple EBITDA	9,7x	9,7x
EBITDAR 2013 Bourbon (hors plus-values de cessions) (M€)	450	450
Valeur d'Entreprise de Bourbon (hors plus-values de cessions) (M€)	4 368	4 368
VAN des plus-values de cessions après impôt (hors <i>Asset Smart</i>) (M€)	278	199
VAN des loyers coque nue après impôts (M€)	(1 776)	(1 868)
VAN des encaissements de cessions <i>Asset Smart</i> (nette d'impôt sur plus-values) (M€)	1 324	1 329
Dette nette ajustée de Bourbon (M€)	(1 898)	(1 862)
Valeur des Fonds propres de Bourbon (M€)	2 295	2 166
Nombre d'actions diluées (millions)	71,6	71,6
Valeur par action	32,1 €	30,3 €

Nous considérons que les résultats obtenus par cette méthode sont d'une fiabilité contestable pour les raisons suivantes : (i) la méthode des transactions se heurte aux mêmes limites que la méthodes des comparables boursiers concernant les caractéristiques des sociétés de l'échantillon (croissance et rentabilité, sensibilité au cycle du secteur offshore, capacité à bénéficier de la standardisation de la flotte et à générer des plus-values de cession dans le cadre d'une gestion active de la flotte, exposition à des risques pays différents...), (ii) la méthode des transactions intègre généralement une prime de contrôle payée par l'acheteur qui dépend des performances de la cible, de l'importance des synergies potentielles anticipées et du pouvoir de négociation respectif des parties, (iii) les informations disponibles sur ces transactions peuvent être confidentielles et lorsqu'elles sont publiques peuvent être imprécises ou contradictoires et (iv) les transactions sont sélectionnées sur plusieurs années avec des conditions de marché prévalant au moment de la conclusion de la transaction sélectionnée qui sont spécifiques (dont notamment l'évaluation du secteur et la dynamique du marché M&A).

4. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Nous avons analysé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre réalisés par les banques présentatrices de l'Offre (les « **Banques** ») dans le rapport qui nous a été remis le 22 avril 2014. Ces éléments ont été synthétisés dans la note d'information de l'Initiateur.

4.1 Mise en œuvre d'une approche multicritères

Afin d'estimer la valeur des actions de Bourbon, les Banques ont retenu une approche multicritères fondée à titre principal (i) sur les références de cours de bourse et des objectifs des analystes et (ii) la méthode intrinsèque (DCF) et la méthode des multiples boursiers.

La démarche d'évaluation menée se différencie de la nôtre sur plusieurs aspects.

Premièrement, la pertinence du cours de bourse pour mesurer la valeur intrinsèque de la Société ne nous semble pas appropriée. Le cours de bourse a été affecté par (i) les déceptions répétées sur les résultats financiers au cours des dernières années par rapport aux objectifs stratégiques affichés dans le cadre des plans Horizon 2012 et Bourbon 2015⁴⁰, (ii) le niveau d'endettement élevé, (iii) les interrogations de la communauté financière sur l'intérêt des opérations de cessions de navires avec reprise en location coque-nue, (iv) le désengagement de M. d'Armand de Chateaufieux de la Direction Générale, (v) plus récemment, les incertitudes liées à la stratégie à moyen terme qui doit être annoncée au quatrième trimestre 2014, et (vi) l'absence d'intégration des bénéfices attendus de la stratégie de gestion active de la flotte.

Deuxièmement, la pertinence de la méthode des comparables boursiers est sujette à certaines limites au cas d'espèce (voir section 3.2.2).

Les différences méthodologiques dans la mise en œuvre des deux méthodes d'évaluation principales sont analysées dans les sections suivantes.

Par ailleurs, nous notons que la méthode fondée sur l'actualisation des dividendes futurs n'a pas été présentée. Cette méthode, que nous avons utilisée à titre illustratif, est intéressante au cas particulier de Bourbon qui poursuit une stratégie financière volontariste de distribution rendue possible par la maturité de son modèle de développement.

Enfin, les Banques ont également considéré à titre indicatif les multiples transactionnels d'EBITDAR et la valeur de marché nette de la flotte. Elles ont exclu de l'analyse les transactions passées sur le capital, l'actif net comptable de la Société et les multiples boursiers d'EBITDA, d'EBIT et de capitalisation boursière sur résultat net. Nous ne formulons pas de commentaire sur les méthodes considérées à titre indicatif ou exclues.

4.2 Analyse des méthodes retenues à titre principal

4.2.1 Méthode DCF

Plan d'affaires et hypothèses de long terme

La première différence dans la mise en œuvre du DCF réside dans le plan d'affaires considéré : celui utilisé par les Banques a été construit par l'Initiateur en se fondant sur des informations publiques (cf supra). Les hypothèses opérationnelles retenues par l'Initiateur sur l'horizon explicite sont donc nécessairement différentes de celles que nous avons retenues sans pour autant être fondamentalement divergentes dans le cas du scénario optimiste pour la période 2015-2020.

Les principales divergences résident dans certaines hypothèses de long terme retenues par les Banques pour le calcul de la valeur terminale : (i) dégradation de la marge d'EBITDAR, (ii) dégradation du montant des plus values normatives, et (iii) hypothèse de renouvellement de la flotte, les deux premières étant justifiées par la prise en compte de la cyclicité de l'activité.

⁴⁰ A ce titre, nous comprenons que les ambitions affichées dans le cadre d'un roadshow organisé à Shanghai en 2010 ont été rapidement dégradées compte tenu des résultats de Bourbon en mars et août 2011.

Sur le premier point, la marge d'EBITDAR a été calculée sur la base d'une moyenne 2010-2020, intégrant ainsi la montée en puissance de la flotte en début de période, soit une situation qui n'est pas amenée à se reproduire à long terme dans la mesure où la direction n'envisage pas de croissance significative de la flotte après 2015. Cette méthode aboutit à dégrader la marge à long terme de la Société de façon injustifiée⁴¹.

Concernant le second point, nous constatons que le niveau de plus values normatif retenu par l'Initiateur et ses banques est inférieur à celui de notre scénario conservateur. Cette hypothèse signifie que le nouveau métier d'armateur gestionnaire actif de flotte que souhaite développer Bourbon ne permettrait qu'une faible création de valeur à long terme.

Sur le troisième point, nous considérons que les hypothèses de renouvellement de la flotte à long terme prises par les Banques aboutiraient à un vieillissement de la flotte supérieur à celui anticipé par la direction qui nous semble contradictoire avec l'hypothèse de croissance à long terme de 2% retenue par les Banques. Nous pensons qu'un renouvellement plus rapide de la flotte permettrait de générer plus de valeur en fin de période et d'espérer une meilleure rentabilité des nouveaux investissements.

En conclusion, nous considérons que le plan d'affaires retenu par les Banques est optimiste sur la période 2015-2020 et probablement trop conservateur sur ses hypothèses à long terme.

Autres éléments d'appréciation

La date d'évaluation retenue par les banques présentatrices pour évaluer les actions de Bourbon est fixée au 31 décembre 2013. Dans ce cadre, il convient de souligner que la considération d'une date plus proche de celle de l'Offre aurait un impact positif sur la valeur en raison notamment d'une prise en compte de la valeur non actualisée des encaissements de trésorerie prévus au titre d'*Asset Smart* durant le premier trimestre.

Par ailleurs, les Banques ont choisi d'actualiser les flux de trésorerie de Bourbon selon la convention « de fin de période », ce qui suppose que les flux de trésorerie sont perçus au 31 décembre de chaque année. Cette hypothèse nous semble conservatrice et ne reflète pas les pratiques habituelles en matière d'évaluation d'entreprise⁴².

L'impact cumulé des deux éléments décrits ci-dessus représente un peu moins de 3 euros par action.

4.2.2 Méthode des multiples boursiers

Multiple d'EBITDAR

Les Banques ont choisi (i) d'ajouter le montant des plus-values de long terme à l'EBITDAR et (ii) de retrancher la dette nette du montant de la trésorerie perçue dans le cadre de la réalisation du plan *Asset Smart* au 31 décembre 2013.

⁴¹ L'impact de l'entrée en flotte importante de nouveaux navires sur la marge d'EBITDAR est estimé à deux points de marge à la baisse les années où cette entrée en flotte a lieu.

⁴² Il convient de souligner que la Société n'est pas soumise à des effets de saisonnalité décalant l'encaissement des flux de trésorerie en fin d'année.

Comme nous l'avons indiqué, nous considérons que l'application de la méthode des comparables boursiers est rendue complexe par (i) les opérations de cession de navire avec reprise en location coque-nue et (ii) l'activité naissante de gestion active de la flotte.

Nous considérons que le choix méthodologique des Banques occulte en partie le stock de plus-values à court terme de la Société (notamment matérialisé dans les cessions réalisées au titre du plan *Asset Smart*). Ainsi, la prise en compte d'un montant de plus-value de 20 millions d'euros à long terme n'est pas suffisante pour compenser la valeur que la Société pourrait tirer de la gestion active de sa flotte dans le futur.

Multiple de capitaux propres (« Price to book ratio »)

Nous considérons que l'application de ce multiple occulte également la valeur des plus-values que pourrait générer la Société pour la gestion de sa flotte.

5. CONCLUSION

Notre analyse des engagements de non-apport à l'Offre et les représentations de l'Initiateur nous ont permis de conclure qu'aucune contrepartie ou information spécifique utile à la compréhension des intentions de l'Initiateur n'a été offerte aux actionnaires signataires desdits engagements.

S'agissant des conditions financières de l'Offre, il est nécessaire de souligner que le prix de 24 euros (coupon inclus) offert par l'Initiateur se situe dans la partie basse de notre fourchette de valeur intrinsèque résultant de la méthode DCF, méthode privilégiée dans la mesure où elle permet de prendre en compte toute la complexité du modèle de développement de la Société.

Dès lors, l'actionnaire minoritaire de Bourbon, libre d'apporter ses titres à l'Offre, doit se forger sa conviction sur l'avenir de la Société en fonction notamment des considérations présentées dans le présent Rapport et résumées ci-dessous :

- le prix offert de 24 euros (coupon attaché) est proche de la valeur intrinsèque résultant d'un scénario conservateur dans lequel la Société ne pourrait pas bénéficier de la croissance du secteur et souffrirait d'une cyclicité forte affectant (i) ses marges et (ii) sa capacité à générer des plus-values à long terme par une gestion active de sa flotte. Cependant, l'Offre donne l'opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix (i) supérieur au cours de bourse des 24 derniers mois et (ii) extériorise une prime de 24% par rapport au cours de bourse avant l'annonce de l'Offre, de 19% par rapport au cours moyen des 100 derniers jours de bourse ;
- une vision plus optimiste considère que la situation concurrentielle et la maturité de l'entreprise ainsi que ses perspectives de croissance lui permettent d'espérer un accroissement de la rentabilité de l'action (par accroissement de son cours et/ou des dividendes futurs), en dépit de la perspective d'un flottant réduit pouvant résulter du succès de l'Offre.

Nous attirons également l'attention de l'actionnaire minoritaire sur les deux éléments suivants :

- Nos analyses de la valeur intrinsèque des actions de Bourbon n'intègrent pas les nouvelles initiatives de croissance que la Société pourrait annoncer, au plus tôt au quatrième trimestre 2014 ; et
- Le prix ne tient pas compte des bénéfices potentiels liés à l'intérêt de cette Opération pour Jaccar dans l'hypothèse où celui-ci s'introduirait en bourse à terme.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Ainsi, à l'issue de nos travaux et au regard des termes et limites de notre lettre de mission du 31 mars 2014 ainsi que des représentations (i) de l'Initiateur et (ii) de la Direction Générale de la Société et dans la mesure où le prix de 24,0 euros par action proposé par l'Initiateur s'inscrit dans la fourchette de valeurs déterminée par nos travaux d'évaluation, nous considérons que l'Offre est équitable pour les actionnaires de la Société souhaitant profiter de cette opportunité de liquidité immédiate.

Jean-Florent Rérolle

Associé KPMG Corporate Finance

ANNEXE 1 : CARACTERISTIQUES DE LA MISSION D'EXPERTISE INDEPENDANTE

A – Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par KPMG s'élève à 150 000 euros hors taxes. Le versement de ces honoraires n'est ni lié, ni subordonné à la réalisation de l'Opération ou aux conclusions figurant dans ce Rapport.

B – Présentation de l'équipe

La mission objet du Rapport a été dirigée par Jean-Florent Rérolle, Associé en charge de l'activité Evaluation et Stratégie Financière de KPMG. Elle a été menée par Didier Saintot, Directeur, et Aurélie Houssay, Manager, avec le concours d'un consultant senior et de deux consultants juniors.

La revue qualité a été assurée par Raphaël Jacquemard, associé de l'activité Corporate Finance de KPMG SA en France.

C – Calendrier de l'intervention

KPMG a été contacté par le Conseil d'administration de la Société le 24 mars 2014, sélectionné le 26 mars 2014 et formellement mandaté le 31 mars 2014. Les principales étapes du déroulement de nos travaux sont mentionnées ci-dessous :

- 31 mars 2014 : réunion de lancement des travaux à Marseille avec les membres du Comité Exécutif de Bourbon : Christian Lefèvre, Directeur Général, Gaël Bodenes, Directeur Général Délégué Opérations et Laurent Renard, Directeur Général Délégué Finances ;
- 2 avril 2014 : réception du plan d'affaires préparé par JACCAR Holdings ;
- 3 avril 2014 : entretien téléphonique avec les équipes de JACCAR Holdings pour comprendre les hypothèses de construction du plan d'affaires ;
- 4 avril 2014 : réunion avec Monsieur Jacques d'Armand de Chateauxvieux, Président du Conseil d'administration et Directeur Général de JACCAR Holdings, et Président du Conseil d'administration de Bourbon, pour comprendre les objectifs de l'Opération
- 9 avril 2014 : entretien téléphonique avec Monsieur Christian Lefèvre, Directeur Général de Bourbon, pour affiner les hypothèses stratégiques du plan d'affaires ;
- 10 avril 2014 : entretien téléphonique avec Monsieur Laurent Renard, Directeur Général Délégué Finances de Bourbon, pour affiner les hypothèses financières du plan d'affaires ;

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

- 14 avril 2014 : entretien téléphonique avec Messieurs Christian Lefèvre, Directeur Général de Bourbon, et Laurent Renard, Directeur Général Délégué Finances de Bourbon, afin de recueillir leurs commentaires sur les trajectoires proposées ;
- 16 avril 2014 : entretien téléphonique avec Monsieur Christian Lefèvre, Directeur Général de Bourbon, afin de recueillir ses commentaires sur les trajectoires proposées ;
- 16 avril 2014 : réunion de présentation du rapport de Natixis, Société Générale et BNP Paribas, banques présentatrices de l'Offre ;
- 18 avril 2014 : deuxième réunion avec les Banques pour obtenir les réponses aux questions posées dans le cadre de notre revue ;
- 22 avril 2014 : remise d'une note de synthèse de nos analyses au comité des administrateurs indépendants ;
- 25 avril 2014 : remise de notre rapport final.

Au cours de notre mission, nous avons eu des interactions régulières avec (i) les représentants de la Société et (ii) les représentants de l'Initiateur et (iii) les administrateurs indépendants (une liste des personnes rencontrées au cours de la mission est disponible en annexe 2 du Rapport). Ces entretiens physiques et téléphoniques ont été organisés en vue d'analyser les motivations de l'Opération et ses conséquences, de comprendre la stratégie et le positionnement concurrentiel actuel et futur de la Société sur ses différents marchés, d'analyser ses performances financières historiques et de formaliser les projections des performances financières futures. Par ailleurs, outre les informations publiques disponibles, nos travaux se sont principalement appuyés sur des informations communiquées par la Société. Une liste des principaux documents utilisés est disponible en annexe 3 du Rapport.

D – Programme de travail

Afin de préparer le Rapport, nous avons mis en œuvre les travaux ci-dessous :

- Analyse des objectifs et conséquences de l'Offre ;
- Analyse du projet de note d'information élaboré par l'Initiateur et ses conseils ;
- Analyse financière de la Société sur la base des comptes historiques et d'entretiens avec des responsables de la Société ;
- Analyse du marché des services maritimes à l'offshore pétrolier, du positionnement concurrentiel de la Société et de ses perspectives futures ;
- Analyse du plan d'affaires réalisé par l'Initiateur ;
- Construction des projections financières sur la base des informations fournies par les dirigeants de la Société et estimation des différents paramètres nécessaires au calcul de la valeur terminale ;
- Analyse des références d'évaluation récentes de la Société, en particulier le cours de Bourse de la Société et les objectifs de cours des analystes financiers ;
- Sélection d'un échantillon d'entreprises cotées comparables à la Société ;

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

- Evaluation de la valeur d'entreprise de la Société sur la base d'une approche multicritères fondée sur la mise en œuvre de (i) la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles, (ii) la méthode d'actualisation des flux de dividendes et (iii) les méthodes analogiques (méthode des comparables boursiers et méthode des transactions comparables) ;
- Mise en place de deux différents scénarii de projections financières dans le cadre de la méthode DCF et réalisation d'analyses de sensibilité;
- Analyse des éléments d'actif et de passif à ajouter ou à déduire de la valeur d'entreprise estimée pour obtenir la valeur des fonds propres de la Société ;
- Détermination d'une fourchette de valeurs par actions applicable à la Société au 31 mars 2014 sur la base de l'ensemble des méthodes d'évaluation mises en œuvre ;
- Analyse critique des travaux d'évaluation des banques conseils Natixis, Société Générale et BNP Paribas ;
- Rédaction du Rapport et présentation des conclusions au Conseil d'administration de la Société.

ANNEXE 2 : PRINCIPALES PERSONNES RENCONTREES / CONTACTEES AU COURS DE NOTRE INTERVENTION

- Jacques d'Armand de Chateaueux, Président du Conseil d'administration de Bourbon et Président Directeur Général de JACCAR Holdings
- Christian Lefèvre, Directeur Général de la Société
- Laurent Renard, Directeur Général délégué Finance et Administration
- Gaël Bodenes, Directeur Général délégué Opérations
- Agnès Pannier-Runacher, Administratrice Indépendante de Bourbon
- Philippe Rochet, Executive Vice President Finance et Développement au sein de JACCAR Holdings
- Représentants de Lazard, banque conseil du comité des administrateurs indépendants de la Société
- Représentants des banques présentatrices de l'Offre, à savoir BNP Paribas, Natixis et Société Générale
- Sébastien Prat, avocat du cabinet Bredin Prat, conseil de l'Initiateur
- François Devedjian, avocat du cabinet Ginestier Magellan Paley-Vincent, conseil de la Société

ANNEXE 3 : INFORMATIONS UTILISEES

- Répartition du capital
- Modèle économique
- Cartographie des risques

LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

- Clients
- Concurrence
- Etudes stratégiques
- Supports de présentation du séminaire stratégique Bourbon à Doha
- Articles de presse du secteur
- Conformité
- Description de la stratégie de communication et minutes / comptes rendus des réunions investisseurs
- Flotte : description, évaluation et détails des cessions pour reprise en location coque nue / ventes sèches
- Avancement des programmes d'investissements et de désinvestissements
- Budgets 2012 à 2014
- Rapport Annuel 2013 et rapport de développement durable
- Eléments exceptionnels de l'année 2013
- Eléments relatifs aux passifs hors bilan
- Montant des déficits reportables
- Rapport des banques
- Rapports d'analystes
- Documentation liée à l'Opération

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

3.1 Avis motivé du conseil d'administration de la Société

3.1.1 Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relative au projet d'Offre

Le 21 mars 2014, le conseil d'administration de la Société s'est réuni suite à l'annonce par Jaccar, le 16 mars 2014, de son intention de déposer une offre publique d'achat sur les titres Bourbon. Lors de cette réunion, le conseil d'administration a décidé de confier à un comité *ad hoc* composé des 4 administrateurs indépendants (Mme Agnès Pannier-Runacher et MM. Guy Dupont, Philippe Sautter et Mahmud Tukur) l'examen de ce projet avec les conseils qu'il jugera appropriés pour ce faire.

La mission dévolue au comité *ad hoc* par le conseil d'administration était, d'une part, de superviser les travaux de l'expert indépendant en veillant au bon déroulement de la mission d'expertise et des diligences que l'expert indépendant doit mettre en œuvre en s'assurant que la qualité des informations données par la direction est satisfaisante et, d'autre part, de faire les recommandations qu'il jugera opportunes au conseil d'administration afin que ce dernier puisse émettre son avis sur le projet d'Offre.

Sur proposition de ce comité *ad hoc*, le conseil d'administration de la Société a décidé, conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de nommer le cabinet KPMG Corporate Finance en qualité d'expert indépendant.

3.1.2 Compte-rendu des travaux préparatoires du conseil d'administration

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni une première fois au siège social de la Société le 28 avril 2014, sous la présidence de M. Jacques d'Armand de Chateaufieux, notamment afin de considérer le projet d'Offre. Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés à cette réunion, à l'exception de M. Mahmud Tukur, absent et excusé. Mme Thi Huyen Lan Vo (représentant la société Jaccar Holdings) était absente et représentée par M. Jacques d'Armand de Chateaufieux.

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni une seconde fois par conférence téléphonique le 30 avril 2014, sous la présidence de M. Guy Dupont, notamment afin d'émettre l'avis prévu à l'article 231-29, 4° du règlement général de l'AMF. Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés à ces réunions, à l'exception de MM. Jacques d'Armand de Chateaufieux et Henri d'Armand de Chateaufieux et Mme Thi Huyen Lan Vo, absents et excusés. M. Philippe Sautter était absent et représenté par Mme Agnès Pannier-Runacher. En l'absence de M. Jacques d'Armand de Chateaufieux, conformément au règlement intérieur du conseil d'administration de la Société, M. Guy Dupont a été délégué dans les fonctions de président du conseil par les autres administrateurs.

Lors de ces réunions, il a été rappelé :

- qu'au 30 avril 2014, à la connaissance de la Société, l'Initiateur détient (avec la société Cana Tera et M. Jacques d'Armand de Chateaufieux avec lesquels il est présumé agir de concert) 26,22% du capital social et 27,31% des droits de vote de la Société en assemblée générale ;

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

- que l'Initiateur, la société Cana Tera et M. Jacques d'Armand de Chateaufieux se réservent la possibilité de conclure un pacte d'actionnaires avec M. Henri d'Armand de Chateaufieux et les sociétés Mach-Invest et Mach-Invest International qu'il contrôle (l'ensemble détenant collectivement 8,21% du capital) dans l'hypothèse où, à la date de centralisation de l'Offre par Euronext Paris (incluse), l'Initiateur n'atteindrait pas le seuil de 50% des droits de vote en assemblée générale ;
- que la conclusion de ce pacte d'actionnaires, constitutif d'une action de concert vis-à-vis de la Société, entraînerait la réouverture de l'Offre pour une nouvelle période de 25 jours de négociation ;
- qu'à la connaissance de la Société, au 30 avril 2014, les actionnaires susceptibles de conclure ce pacte d'actionnaires détiennent collectivement 34,43% du capital social et 35,86% des droits de vote de la Société en assemblée générale ;
- que trois membres du conseil d'administration, à savoir M. Jacques d'Armand de Chateaufieux, M. Henri d'Armand de Chateaufieux et Mme Thi Huyen Lan Vo (représentant la société Jaccar Holdings) sont intéressés à l'Offre et en situation potentielle de conflit d'intérêts.

Le conseil d'administration a pris connaissance des documents suivants :

- le communiqué de presse de Jaccar en date du 16 mars 2014, annonçant l'Offre ainsi que ses principales caractéristiques et modalités ;
- le projet de note d'information de l'Initiateur en date du 30 avril 2014 (la « **Note d'Information** ») contenant les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques et les éléments d'appréciation du prix proposé dans l'Offre, ainsi que les accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre ;
- le projet de note en réponse de la Société en date du 30 avril 2014 (la « **Note en Réponse** »), contenant le rappel des principales modalités de l'Offre et les informations concernant la Société et qui sera déposé auprès de l'AMF ;
- le rapport d'expertise indépendante en date du 30 avril 2014, établi, conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, par le cabinet KPMG Corporate Finance, représenté par M. Jean-Florent Rérolle ; et
- les travaux d'analyse et de valorisation préparés par Lazard Frères SAS à l'intention du comité *ad hoc*.

Le conseil d'administration a constaté que l'Initiateur proposait d'acquérir au prix unitaire de 24 euros par action, coupon attaché, la totalité des actions de Bourbon non encore détenues par l'Initiateur, les personnes présumées agir de concert avec lui (M. Jacques d'Armand de Chateaufieux et la société Cana Tera) et les personnes ayant souscrit des engagements de non-apport à l'Offre (décrits au paragraphe 1.4.2 ci-dessus).

Il a en outre pris note que, conformément au seuil de renonciation mentionné au paragraphe 2.5 de la Note de l'Initiateur, l'Offre sera caduque de plein droit si, à la date de centralisation de l'Offre par Euronext Paris (incluse), l'Initiateur ne détient pas un nombre d'actions Bourbon représentant plus de 50% des droits de vote de la Société en assemblée générale.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Le conseil d'administration a entendu le compte rendu des travaux du comité *ad hoc*. A cette occasion, il a été notamment indiqué que le comité *ad hoc* s'était réuni par téléphone à 8 reprises en présence de l'expert indépendant et de ses conseils, les 25 mars 2014, 3 avril 2014, 8 avril 2014, 14 avril 2014, 17 avril 2014, 22 avril 2014, le 25 avril 2014 et 27 avril 2014. Le comité *ad hoc* a été assisté dans ses travaux par Lazard Frères SAS en tant que conseil financier et par le cabinet Ginstié Magellan Paley-Vincent en tant que conseil juridique.

Dans le cadre de ses travaux, le comité *ad hoc* s'est en particulier attaché à veiller au respect des intérêts des actionnaires (notamment minoritaires) de Bourbon et à clarifier les enjeux liés à leur décision d'apporter ou non leurs actions à l'Offre. A cette fin, le comité *ad hoc* et ses conseils financiers et juridiques ont eu des échanges de vues répétés avec des représentants et conseils de l'Initiateur afin d'obtenir notamment certaines assurances de la part de l'Initiateur ou certaines clarifications ou précisions des termes de l'Offre et des intentions de l'Initiateur, qui ont été reflétées dans la Note d'Information.

Le conseil d'administration a pris acte que l'expert indépendant a confirmé au comité *ad hoc* avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Après avoir pris connaissance de ces documents et informations et des réponses apportées par M. Jacques d'Armand de Chateaufieux et la société Jaccar Holdings aux questions posées par les administrateurs, le conseil d'administration a délibéré sur son avis motivé hors la présence de M. Jacques d'Armand de Chateaufieux, M. Henri d'Armand de Chateaufieux et Mme Thi Huyen Lan Vo.

Il est par ailleurs précisé que la société Monnoyeur SAS (détenue par la famille Monnoyeur), ainsi que MM. Guy Dupont, Christian Lefèvre et Christian Munier ont souscrit un engagement de ne pas apporter leurs actions à l'Offre (cf. le paragraphe 1.4.2 ci-dessus) mais que cet engagement ayant été souscrit sans contrepartie, il a été considéré que MM. Baudouin Monnoyeur, Guy Dupont, Christian Lefèvre et Christian Munier n'étaient pas en situation potentielle de conflit d'intérêts et qu'ils pouvaient en conséquence participer aux délibérations du conseil d'administration sur l'avis motivé.

3.1.3 Avis motivé du conseil d'administration

Le présent avis motivé a été rendu par le conseil d'administration de la Société réuni dans la composition suivante :

- M. Guy Dupont, administrateur indépendant,
- M. Christian Lefèvre, administrateur directeur général de la Société,
- M. Baudouin Monnoyeur, administrateur,
- M. Christian Munier, administrateur,
- Mme Agnès Pannier-Runacher, administrateur indépendant,
- M. Mahmud Tukur, administrateur indépendant.
- M. Philippe Sautter, administrateur indépendant, représenté par Mme Agnès Pannier-Runacher.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration a été appelé à donner son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Les membres du conseil d'administration ainsi composé ont procédé à un échange de vues sur l'ensemble des éléments et documents qui leur ont été présentés.

Dans ce cadre, le conseil d'administration a pris en considération les éléments suivants figurant dans la Note d'Information :

- le succès de l'Offre permettrait à M. Jacques d'Armand de Chateaufort, actionnaire historique, puissant et stable, d'asseoir son contrôle sur la Société, favorisant ainsi la mise en œuvre de la stratégie de croissance de la Société à long-terme ;
- l'Initiateur n'envisage pas de restructuration particulière de Bourbon (y compris sous forme de fusion avec une quelconque société du groupe de Jaccar) dont pourrait résulter une modification du périmètre des actifs de Bourbon ;
- l'Initiateur n'envisage pas de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire ; au contraire, Jaccar précise dans la Note d'Information qu'il s'engage à maintenir la cotation de la Société sur le marché réglementé de NYSE-Euronext Paris et à assurer une liquidité satisfaisante des titres Bourbon ; les actionnaires, notamment minoritaires de la Société, ont ainsi une faculté d'apporter leurs titres à l'Offre sans y être contraint ;
- les actionnaires suivants ont pris, sous certaines conditions, des engagements de non-apport à l'Offre des actions qu'ils détiennent directement ou indirectement :
 - les actionnaires issus des branches familiales fondatrices de Bourbon (en ce compris M. Henri d'Armand de Chateaufort et les sociétés qu'il contrôle) et certains dirigeants et anciens dirigeants,
 - les administrateurs de la Société suivants : M. Henri d'Armand de Chateaufort (8,21% du capital), M. Guy Dupont (0,2% du capital), M. Christian Munier (0,5% du capital), M. Christian Lefèvre (0,3% du capital) et M. Baudouin Monnoyeur (5,35% du capital) ;

le conseil d'administration a pris acte de la précision apportée par la Note d'Information sur le fait que ces engagements de non-apport ont été consentis par les actionnaires sans aucune contrepartie ;

- la faculté offerte à l'Initiateur, dans l'hypothèse où il ne détiendrait pas à la date de centralisation de l'Offre par Euronext Paris (incluse) plus de 50% des droits de vote de la Société en assemblée générale, de conclure un pacte d'actionnaires avec M. Henri d'Armand de Chateaufort et les sociétés qu'il contrôle, lequel pacte constituera une action de concert vis-à-vis de la Société dans laquelle l'Initiateur sera prépondérant ;

le conseil d'administration a pris acte que dans une telle hypothèse, l'Offre serait réouverte pendant une nouvelle période de 25 jours de négociation ; et

- l'Offre sera financée par Jaccar par un emprunt bancaire ; la totalité des actions déjà détenues par l'Initiateur, ainsi que celles acquises dans le cadre de l'Offre seront nanties au profit des banques prêteuses.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Les membres du conseil d'administration ont également examiné plus particulièrement les intentions de l'Initiateur telles qu'elles apparaissent dans la Note d'Information ; il a relevé à ce titre que :

- l'Initiateur indique avoir l'intention de poursuivre et d'accompagner les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société ; ainsi, après une période d'investissements dans de nouveaux navires, il souhaite poursuivre la stratégie de désendettement entamée par la Société et le développement de l'activité de services maritimes à l'offshore pétrolier ;
- l'Offre, s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, ne devrait, selon l'Initiateur, avoir aucune incidence particulière en matière d'emploi ; en l'absence de toute restructuration significative envisagée à la suite de l'Offre, l'Initiateur considère par ailleurs qu'un élément clé pour le succès de son opération est de préserver et développer les talents ainsi que le savoir-faire de l'équipe managériale et des salariés de Bourbon ;
- l'Initiateur a l'intention de favoriser une croissance du rendement actionnarial en favorisant une politique de distribution assurant une croissance régulière (en valeur absolue) des dividendes versés, dans le respect de la capacité de distribution, de la situation financière et des besoins financiers de Bourbon ; et
- la Note d'Information précise que l'Initiateur n'envisage pas de proposer, à brève échéance, de distribution exceptionnelle de dividende ni aucune opération ayant le même effet comme une opération de rachat d'actions ou de réduction de capital.

Les membres du conseil d'administration prennent acte du fait que l'expert indépendant a conclu dans son rapport que :

« Ainsi, à l'issue de nos travaux et au regard des termes et limites de notre lettre de mission du 31 mars 2014 ainsi que des représentations (i) de l'Initiateur et (ii) de la Direction Générale de la Société et dans la mesure où le prix de 24,0€ par action proposé par l'Initiateur s'inscrit dans la fourchette de valeurs déterminée par nos travaux d'évaluation, nous considérons que l'Offre est équitable pour les actionnaires de la Société souhaitant profiter de cette opportunité de liquidité immédiate. »

Le conseil d'administration a toutefois relevé que le rapport de l'expert indépendant indique :

« S'agissant des conditions financières de l'Offre, il est nécessaire de souligner que le prix de 24 euros (coupon inclus) offert par l'Initiateur se situe dans la partie basse de notre fourchette de valeur intrinsèque résultant de la méthode DCF, méthode privilégiée dans la mesure où elle permet de prendre en compte toute la complexité du modèle de développement de la Société. »

« le prix offert de 24 euros (coupon attaché) est proche de la valeur intrinsèque résultant d'un scénario conservateur dans lequel la Société ne pourrait pas bénéficier de la croissance du secteur et souffrirait d'une cyclicité forte affectant (i) ses marges et (ii) sa capacité à générer des plus-values à long terme par une gestion active de sa flotte ». Il indique qu'une « vision plus optimiste considère que la situation concurrentielle et la maturité de l'entreprise ainsi que ses perspectives de croissance lui permettent d'espérer un accroissement de la rentabilité de l'action (par accroissement de son cours et/ou des dividendes futurs) ».

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPOSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Le conseil d'administration relève enfin que l'expert précise à l'attention des actionnaires minoritaires que ses analyses de la valeur intrinsèque des actions de Bourbon n'intègrent pas les nouvelles initiatives de croissance que la Société pourrait annoncer, au plus tôt au quatrième trimestre 2014, et que le prix de l'Offre « *ne tient pas compte des bénéfices potentiels de cette Opération pour Jaccar dans l'hypothèse où celui-ci s'introduirait en bourse à terme* ».

Dans le cadre de ses délibérations, le conseil d'administration s'est par ailleurs interrogé sur les conséquences possibles d'un éventuel échec de l'Offre, notamment sur l'évolution du cours de bourse de Bourbon.

Au vu de ces éléments et dans un contexte où le cours de bourse de la Société a fluctué entre 15,61 euros et 22,26 euros au cours des 24 derniers mois précédant l'annonce de l'Offre, la moyenne s'établissant à 19,64 euros sur la période, le conseil d'administration a considéré à l'unanimité que l'Offre était dans l'intérêt des actionnaires de la Société en ce qu'elle représente pour ces derniers une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions jugées équitables par l'expert indépendant, tout en ménageant des perspectives aux actionnaires qui souhaiteraient rester.

Le conseil d'administration a également considéré à l'unanimité, qu'en ce qu'elle permettra en cas de succès de soutenir la stratégie de la Société, l'Offre était réalisée dans l'intérêt de la Société et de ses salariés.

S'agissant du choix d'apporter ou non ses actions à l'Offre, le conseil d'administration recommande à chaque actionnaire de se prononcer en fonction de son profil de liquidité et de son appétence pour le risque.

Il attire l'attention des actionnaires de Bourbon sur les éléments suivants qu'il conviendrait de prendre en compte lors de l'exercice du choix :

- Apporter leurs actions à l'Offre permet aux actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale. Les conditions financières de l'Offre, jugées équitables par l'expert indépendant, font à cet égard ressortir un prix supérieur au cours de bourse des 24 derniers mois et extériorisent une prime de 24% par rapport au cours de bourse avant l'annonce de l'Offre et de 19% par rapport au cours moyen des 100 derniers jours de bourse. Par ailleurs, ces conditions extériorisent une prime de 20% par rapport au cours moyen des douze derniers mois et de 22% par rapport au cours moyen des 24 mois précédant l'annonce de l'Offre.
- Conserver leurs actions permet aux actionnaires de participer aux éventuelles perspectives de développement et de création de valeur de Bourbon, telles qu'illustrées dans le scénario « optimiste » de l'expert indépendant, ce qui suppose cependant d'assumer les risques liés à la stratégie qui sera développée. Pour les actionnaires qui souhaiteraient rester au capital de Bourbon, il convient de noter qu'à court terme la liquidité de l'action Bourbon sera réduite en cas de succès de l'Offre.

3.2 Intentions des membres du conseil d'administration

Tous les administrateurs de la Société non intéressés par l'Offre ont déclaré ne pas avoir l'intention d'apporter leurs actions à l'Offre.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Il est rappelé que ces administrateurs détiennent directement les participations suivantes dans la Société.

	Actions		% Droits de vote	
	nb	%	théoriques*	réels**
M. Guy Dupont	128 910	0,2%	0,2%	0,2%
M. Christian Lefèvre	238 153	0,3%	0,3%	0,3%
M. Baudouin Monnoyeur	399	0,0%	0,0%	0,0%
M. Christian Munier	59 390	0,1%	0,1%	0,1%
Mme Agnès Pannier-Runacher	363	0,0%	0,0%	0,0%
M. Philippe Sautter	1 100	0,0%	0,0%	0,0%
M. Mahmud Tukur	330	0,0%	0,0%	0,0%
Total	428 645	0,6%	0,6%	0,6%

* Sur la base de 74 559 688 droits de vote théoriques au 31 mars 2014.

** Sur la base de 71 587 547 droits de vote en assemblée générale au 31 mars 2014.

3.3 Intention de la Société quant aux actions auto-détenues

Le conseil d'administration, réuni dans la composition mentionnée au paragraphe 3.1.3 ci-dessus, a décidé à l'unanimité de ne pas apporter à l'Offre les 2 965 102 actions Bourbon auto-détenues par la Société.

4. INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIETE

4.1 Structure du capital de la Société

A la connaissance de la Société, au 31 mars 2014, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis ainsi qu'il suit :

	Actions		% Droits de vote	
	nb	%	théoriques*	réels**
Jaccar Holdings	19 411 736	26,04%	26,04%	27,12%
Canat Tera	126 141	0,17%	0,17%	0,18%
Jacques d'Armand de Chateaufieux	12 486	0,02%	0,02%	0,02%
Total Initiateur***	19 550 363	26,22%	26,22%	27,31%
Mach-Invest	7 700	0,01%	0,01%	0,01%
Mach-Invest International	5 754 191	7,72%	7,72%	8,04%
Henri d'Armand de Chateaufieux	360 107	0,48%	0,48%	0,50%
Monnoyeur SAS	3 986 167	5,35%	5,35%	5,57%
Financière de l'Echiquier	3 740 203	5,02%	5,02%	5,22%
Auto détention	2 965 102	3,98%	3,98%	0,00%
Salariés	590 743	0,79%	0,79%	0,83%
Public	37 605 112	50,44%	50,44%	52,53%
Total	74 559 688	100,00%	100,00%	100,00%

* Sur la base de 74 559 688 droits de vote théoriques au 31 mars 2014.

** Sur la base de 71 587 547 droits de vote en assemblée générale au 31 mars 2014.

*** L'Initiateur est présumé agir de concert avec la société Canat Tera et M. Jacques d'Armand de Chateaufieux.

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre actionnaire détenant directement ou indirectement, seul ou de concert, plus de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

4.2 Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

Les statuts de la Société ne prévoient aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

21 780 actions susceptibles d'être souscrites ou acquises par les mandataires sociaux sur exercice des Options Exerçables au titre du plan d'options n°8 décidé par le conseil d'administration du 24 août 2009 font l'objet d'un engagement de conservation applicable jusqu'à la fin du mandat social de chaque bénéficiaire concerné.

A la connaissance de la Société, sous réserve de ce qui est mentionné ci-dessus, il n'existe aucune convention prévoyant de restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

4.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société

A la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, le capital social de Bourbon est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 4.1 ci-dessus.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Au cours des douze mois précédant le dépôt de l'Offre, la Société a été informée des franchissements de seuils suivants :

- le 3 janvier 2014, la société anonyme Financière de l'Echiquier (53 avenue d'Iéna, 75116 Paris), agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en hausse, le 31 décembre 2013, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte desdits fonds, 3 740 203 actions représentant autant de droits de vote, soit 5,02% du capital et des droits de vote réels (cf. Avis AMF n°214C0021 du 6 janvier 2014).

4.4 Titres comportant des droits de contrôle spéciaux

Néant.

4.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

La Société dispose d'un système d'actionnariat du personnel au travers du FCPE « Bourbon Expansion » qui en exerce les droits de contrôle.

Au 31 décembre 2013, l'actionnariat des salariés concernait, à travers le FCPE « Bourbon Expansion », 964 personnes pour 590 743 actions, soit 0,79% du capital social.

4.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts

4.6.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de la Société sont définies à l'article 13 de ses statuts dont les stipulations sont les suivantes :

I – Au cours de la vie sociale, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire. Toutefois, en cas de fusion ou de scission, la nomination peut être faite par l'assemblée générale extraordinaire. La durée de leurs fonctions est de trois années. Elle prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

L'âge de la retraite d'un administrateur est fixé à 70 ans (soixante-dix ans).

Tout administrateur sortant est rééligible sous réserve de satisfaire aux conditions du présent article. Les administrateurs peuvent être révoqués et remplacés à tout moment par l'assemblée générale ordinaire. Toute nomination intervenue en violation des dispositions précédentes est nulle, à l'exception de celles auxquelles il peut être procédé à titre provisoire.

II – Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Dans ce dernier cas, lors de sa nomination, la personne morale est tenue de désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités civile et pénale que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente. Le représentant permanent d'une personne morale administrateur est soumis aux conditions d'âge qui concernent les administrateurs personnes physiques.

Le mandat du représentant permanent désigné par la personne morale nommée administrateur lui est donné pour la durée du mandat de cette dernière.

III – Un salarié de la société ne peut être nommé administrateur que si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Il ne perd pas le bénéfice de ce contrat de travail. Le nombre des administrateurs salariés ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

IV – En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs restant doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du conseil.

Les nominations provisoires effectuées par le conseil sont soumises à ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le conseil néglige de procéder aux nominations requises ou de convoquer l'assemblée, tout intéressé peut demander au président du tribunal de commerce, statuant sur requête, la désignation d'un mandataire chargé de convoquer l'assemblée générale, à l'effet de procéder à ces nominations ou de les ratifier selon les cas.

V – Chaque administrateur doit être propriétaire de 300 actions de la société. Si, au jour de sa nomination, un administrateur n'est pas propriétaire du nombre d'actions requis ou si, en cours de mandat, il cesse d'en être propriétaire, il est réputé démissionnaire d'office, s'il n'a pas régularisé sa situation dans un délai de six mois.

4.6.2 Règles applicables à la modification des statuts

Les statuts de la Société peuvent être modifiés dans les conditions prévues par les lois et règlements applicables aux sociétés anonymes.

4.7 Pouvoirs du conseil d'administration en matière d'émission et de rachat de titres

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose d'autorisations et de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est le suivant :

Date de l'assemblée générale	Nature de la délégation/de l'autorisation	Durée	Utilisation au cours de l'exercice 2013
1 juin 2011 17ème résolution	Autorisation donnée au conseil d'administration de consentir des options donnant droit à la souscription d'actions nouvelles et/ou à l'achat d'actions existantes de la Société dans la limite de 5% du capital social.	38 mois Échéance : 31/07/2014	Le conseil d'administration du 2 décembre 2013 a consenti 1 037 000 options d'achat ou de souscription d'actions de la Société. Ces options pourront être exercées du 2 décembre 2017 au 1er décembre 2019.
1 juin 2011 18ème résolution	Autorisation donnée au conseil d'administration en vue d'attribuer gratuitement des actions existantes ou à émettre aux membres du personnel salarié (et/ou certains mandataires sociaux) dans la limite de 5% du capital social.	38 mois Échéance : 31/07/2014	Le conseil d'administration du 2 décembre 2013 a attribué gratuitement 767 400 actions de la Société, existantes ou à émettre. Ces actions seront définitivement attribuées à compter du 2 décembre 2015 (résidents français) et du 2 décembre 2017 (non-résidents français).
1 juin 2012 12ème résolution	Délégation consentie au conseil d'administration en vue de procéder à l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières avec maintien du droit préférentiel de souscription. Montant maximal des actions : 8 millions d'euros (dans la limite de 20% du capital social). Montant maximal des titres de créance : 350 millions d'euros.	26 mois Échéance : 31/07/2014	Néant.
1 juin 2012 13ème résolution	Délégation consentie au conseil d'administration en vue de procéder à l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières avec suppression du droit préférentiel de souscription, par placement privé. Montant maximal des actions : 4 millions d'euros. Montant maximal des titres de créance : 200 millions d'euros.	26 mois Échéance : 31/07/2014	Néant.
1 juin 2012 15ème résolution	Délégation consentie au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social, en vue de rémunérer des apports en nature. Montant maximal : 10% du capital social.	26 mois Échéance : 31/07/2014	Néant.
28 mai 2013 9ème et 11ème résolution	Autorisation donnée au conseil d'administration en vue d'acheter ses propres actions dans la limite de 10% du capital en vue d'assurer l'animation des marchés ou la liquidité de l'action, de les remettre à titre de paiement ou d'échange dans le cadre d'opérations de croissance externe, d'attribuer des actions aux salariés et mandataires sociaux autorisés de la Société ou de son Groupe, de remettre ses actions lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant accès au capital ou de les annuler Prix maximum d'achat : 50 euros par action.	18 mois Échéance : 27/11/2014	Au cours de l'exercice 2013, la Société a (i) acquis 1 394 189 actions à un prix moyen de 20,76 euros et (ii) cédé 1 412 266 actions à un prix moyen de 20,79 euros. Au 31 mars 2014, la Société détenait 2 965 102 de ses propres actions.
28 mai 2013 16ème résolution	Délégation consentie au conseil d'administration à l'effet d'émettre des bons de souscription d'actions, bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions nouvelles ou existantes et/ou des bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions nouvelles et/ou existantes remboursables, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes.	18 mois Échéance : 27/11/2014	Néant.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Date de l'assemblée générale	Nature de la délégation/de l'autorisation	Durée	Utilisation au cours de l'exercice 2013
28 mai 2013 13ème résolution	Délégation consentie au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions et/ou des valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription par offre au public. Montant maximal des actions : 8 millions d'euros. Montant maximal des titres de créance : 350 millions d'euros.	26 mois Échéance : 27/07/2015	Néant.

4.8 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Les pactes d'actionnaires des partenariats significatifs conclus par la Société en Amérique Latine comportent des stipulations permettant aux partenaires de Bourbon, en cas de changement du contrôle de cette dernière, d'acquérir ou de céder leurs actions à Bourbon et/ou de prendre le contrôle de la joint-venture selon les cas. Toutefois, Bourbon estime que l'identité de l'Initiateur et des personnes agissant de concert avec lui sont de nature à exclure la mise en œuvre de ces clauses.

Sous réserve de ce qui est mentionné au paragraphe précédent, il n'existe pas d'accords significatifs conclus par la Société qui sont susceptibles d'être modifiés ou de prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société.

4.9 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, de la direction générale ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

5. MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les « Autres informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Christian Lefèvre
Directeur général