Note d'information établie par

en réponse à l'offre publique de retrait visant les actions de la société Bourrelier Group

initiée par la société civile dénommée

M14

En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») a apposé le visa n°26-390 en date du 5 novembre 2026 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par la société Bourrelier Group et engage la responsabilité de ses signataires.

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

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF, le rapport et son addendum du cabinet Jacques Potdevin et Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, sont inclus dans la présente Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Bourrelier Group (www.bourrelier-group.com) et peut être obtenue sans frais auprès au siège social de Bourrelier Group (5 rue Jean Monnet 94130 Nogent-sur-Marne).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment, juridiques, financières et comptables de Bourrelier Group seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique de retrait, selon les mêmes modalités.

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

Sommaire

1. Présentation et contexte de l'Offre 3

1.1 Présentation de l'Offre 3

1.2 Contexte de l'Offre 4

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre 5

1.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre 8

2. Conclusion de l'Expert Indépendant 8

3. Avis motivé du conseil d'administration de la Société 9

3.1 Avis motivé du conseil d'administration adopté le 2 septembre 2026 et recommandation sur l'Offre et le Retrait Obligatoire 9

3.2 Avis motivé du conseil d'administration adopté le 16 octobre 2026 réitérant sa recommandation sur l'Offre et le Retrait obligatoire 14

4. Intention des membres du conseil d'administration vis-à-vis de l'Offre 15

5. Intention de la Société concernant la présentation à l'Offre des actions auto-détenues . 16

6. Information des salariés de Bourrelier Group 16

7. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou de son issue 16

8. Informations relatives à la Société 16

8.1 Structure et répartition du capital de la Société 17

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions 17

9. Modalités de mise à disposition des informations relatives à la Société 22

10. Personne assumant la responsabilité de la Note en Réponse 22

Annexe 1 - Rapport de l'Expert Indépendant 23

Annexe 2 – Addendum au Rapport de l'Expert Indépendant 106

1. PRESENTATION ET CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

La présente Note en Réponse a été établie par la société Bourrelier Group, société anonyme de droit français, au capital social de 31 106 715 euros, dont le siège social est situé 5 rue Jean Monnet 94130 Nogent-sur-Marne et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 957 504 608 (« **Bourrelier Group** » ou la « **Société** ») dans le cadre du dépôt auprès de l'AMF, intervenu le 24 juillet 2026[1] et effectué en application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, d'un projet d'offre publique de retrait initié par M14, une société civile au capital de 172 706 100 euros dont le siège social est situé 27 avenue de la Belle Gabrielle 94130 Nogent-sur-Marne et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 482 494 424 (« **M14** » ou l'« **Initiateur** »)[2] par lequel cette dernière s'engage irrévocablement à offrir aux actionnaires de la société Bourrelier Group, d'acquérir la totalité des actions Bourrelier Group[3] (les « **Actions** ») non détenues par M14 et le Concert Familial[4] et à l'exclusion des 14 987 Actions auto-détenues par la Société, soit 12 156 Actions représentant 12 444 droits de vote, c'est-à-dire 0,20% du capital et 0,10% des droits de vote de la Société[5], payable exclusivement en numéraire au prix de 67,60 euros par Action Bourrelier Group (le « **Prix de l'Offre** ») assorti de l'éventuel complément de prix dans les conditions et selon les modalités décrites au paragraphe 2.2 de la Note d'Information (la « **Note d'Information** ») établie par l'Initiateur et sur laquelle l'AMF a, en application de sa décision de conformité en date du 5 novembre 2026, apposé le visa n°26-389 (l'« **Offre** »).

Invest Securities garantit, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Etablissement Présentateur** »), la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre en application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF. Il est précisé que cette garantie ne s'applique pas au Complément de Prix (tel que défini au paragraphe 2.2 de la Note d'Information).

Le Prix de l'Offre de 67,60 euros par Action Bourrelier Group inclut toute distribution ou tout droit au dividende au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2025[6] qui serait éventuellement versé par Bourrelier Group avant la clôture de l'Offre.

[1] Avis de l'AMF publié sous la référence n°226C1138, le 24 juillet 2026.

[2] Le capital de l'Initiateur est réparti comme suit :

			Parts		**Droits de vote**
	Usufruit	Nue-propriété	Pleine propriété	Décisions collectives	Affectation du résultat
M. Jean-Claude Bourrelier	840 000	0	36 470	36 470	876 470
en %	*48,64%*	-	*2,11%*	*2,11%*	*50,75%*
M^me^ Michèle Bourrelier	0	0	4 330	4 330	4 330
en %	-	-	*0,25%*	*0,25%*	*0,25%*
M^me^ Annabelle Bourrelier	0	280 000	282 087	562 087	282 087
en %	-	*16,21%*	*16,33%*	*32,55%*	*16,33%*
M. Jean-Michel Bourrelier	0	280 000	282 087	562 087	282 087
en %	-	*16,21%*	*16,33%*	*32,55%*	*16,33%*
M. Yoann Bourrelier	0	280 000	282 087	562 087	282 087
en %	-	*16,21%*	*16,33%*	*32,55%*	*16,33%*
Total			**1 727 061**		**1 727 061**

[3] Les Actions de la Société sont admises aux négociations sur le système de négociation organisé Euronext Growth Paris (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0000054421 (mnémonique ALBOU).

[4] Les Actions détenues par les enfants de M. Jean-Claude Bourrelier (M^me^ Annabelle Bourrelier et MM. Jean-Michel Bourrelier et Yoann Bourrelier), qui siègent au conseil d'administration de Bourrelier Group et par son épouse (M^me^ Michèle Bourrelier) et qui constituent ensemble, avec M14, un concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10, I du Code de commerce (le « **Concert Familial** »), ne sont pas visées par l'Offre.

[5] Sur la base d'un capital composé de 6 221 343 Actions représentant 12 384 609 droits de vote théoriques au 31 octobre 2026.

[6] Il est précisé qu'aucun dividende n'est prévu par Bourrelier Group au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2025 selon les résolutions adoptées par l'assemblée générale mixte du 23 juin 2026.

L'Offre serait immédiatement suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire prévue aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire** ») si les conditions légales et réglementaires le permettent, qui viserait la totalité des Actions non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit 67,60 euros par Action, nette de tous frais, outre l'éventuel Complément de Prix tel que défini au paragraphe 2.2 de la Note d'Information. En cas de mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire, Euronext Paris procéderait à la radiation des Actions d'Euronext Growth.

Il est précisé que dans la mesure où les actionnaires - autres que l'Initiateur et les personnes appartenant au Concert Familial - détiennent à la date de la Note d'Information moins de 10% du capital et des droits de vote de la Société, les conditions de détention prévues à l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF pour la réalisation du Retrait Obligatoire, sont déjà réunies.

1.2 Contexte de l'Offre

M14 qui détient, avec les membres du Concert Familial, 6 194 200 Actions de la Société représentant 12 357 181 droits de vote, soit 99,56% du capital et 99,78% des droits de vote[7], envisage une radiation des Actions de leur inscription aux négociations sur Euronext Growth (sortie de la bourse), la taille très réduite du flottant de la Société ne justifiant plus une cotation des Actions. Dans ce contexte, M14 a fait part au conseil d'administration de la Société de son intention d'initier l'Offre qui serait suivi de la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Dans ce contexte, le conseil d'administration de la Société a, lors de sa réunion du 2 juillet 2026, désigné le cabinet Jacques Potedevin et Associés (« **JPA** »), représenté par MM. Jacques Potdevin et Damien Potdevin, en qualité d'expert financier indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») dans le cadre des dispositions de l'article 261-1, I, 1° et II, du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

Le 2 juillet 2026, après clôture des négociations, la Société a diffusé un communiqué annonçant les principales caractéristiques du projet d'Offre et la nomination de l'Expert Indépendant.

L'AMF a publié un avis de pré-offre, le 3 juillet 2026[8].

Le 17 juillet 2026, l'AMF a indiqué à la Société ne pas s'opposer à cette désignation.

Le 24 juillet 2026, Invest Securities, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, a déposé auprès de l'AMF, au nom et pour le compte de l'Initiateur, le projet d'Offre ainsi que le projet de Note d'Information.

[7] Sur la base d'un capital composé de 6 221 343 Actions représentant 12 384 609 droits de vote théoriques au 31 octobre 2026.
[8] Avis de l'AMF publié sous la référence n°226C0976, le 3 juillet 2026.

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Rappel des principaux termes de l'Offre

Le 24 juillet 2026; le projet de Note d'Information a été déposé auprès de l'AMF[9] par Invest Securities, agissant en qualité d'établissement présentateur. Il a été mis en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Bourrelier Group (www.bourrelier-group.com)[10]. Un communiqué de l'Initiateur relatif aux termes de l'Offre a été diffusé, le 24 juillet 2026. Invest Securities, en sa qualité d'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par M14 dans le cadre de l'Offre (à l'exception du Complément de Prix).

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de Bourrelier Group à acquérir toutes les Actions de la Société qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation, au Prix de l'Offre, fixé à 67,60 euros par Action, payable exclusivement en numéraire, assorti d'un Complément de Prix éventuel tel que défini au paragraphe 2.2 de la Note d'Information.

Dans l'hypothèse où Bourrelier Group procéderait, entre d'une part, la date de dépôt de l'Offre et d'autre part, le Retrait Obligatoire, au détachement ou au paiement d'un dividende, d'un acompte sur dividende, du solde d'un dividende ou de toute autre distribution d'actifs (ce qui n'est pas prévu), le Prix de l'Offre serait diminué du montant distribué et/ou versé par Action Bourrelier Group.

La présente Note en Réponse incluant le rapport de l'Expert Indépendant et son addendum établie conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF, a été déposée par la Société auprès de l'AMF, le 2 septembre 2026.

L'AMF a prononcé, le 5 novembre 2026, une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et règlementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité a emporté visa de la présente Note en Réponse n°26-390.

L'Offre sera soumise au droit français.

La Note en Réponse et les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de Bourrelier Group (www.bourrelier-group.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents a été diffusé en application des dispositions de l'article 221-4 IV du règlement général de l'AMF.

Ces documents seront également disponibles gratuitement au siège de Bourrelier Group.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé en application des dispositions de l'article 221-4 IV du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier ainsi qu'un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Il est prévu que l'Offre reste ouverte pendant une période minimale de dix (10) jours de négociation.

[9] Avis de l'AMF publié sous la référence n°226C1138, le 24 juillet 2026.
[10] La Note d'Information peut être obtenue sans frais auprès d'Invest Securities et de la société Bourrelier Group en application de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF.

1.3.2 Rappel des modalités de réponse à l'Offre

Les modalités de réponse à l'Offre et les restrictions applicables à celle-ci sont présentées en intégralité dans les paragraphes 2.4 et 2.6 de la Note d'Information auxquels les actionnaires sont invités à se reporter.

A cet égard, il est notamment rappelé que les ordres d'apport à l'Offre devront être transmis par les actionnaires à leur intermédiaire financier et que les Actions Bourrelier Group apportées à l'Offre devront être détenues en pleine propriété, libres de tout nantissement, gage, et d'une manière générale, ne devront faire l'objet d'aucune restriction concernant le transfert de leur propriété. L'Initiateur s'est réservé le droit d'écarter toutes les Actions Bourrelier Group apportées à l'Offre ne respectant pas cette condition.

En outre, il convient de préciser que les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente et/ou d'apport à l'Offre qui sera irrévocable quelle que soit la procédure de règlement-livraison retenue, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en précisant s'ils optent pour :

- soit l'apport de leurs Actions dans le cadre de la procédure semi-centralisée par Euronext Paris, auquel cas ils devront remettre leur ordre d'apport au plus tard le jour de la clôture de l'Offre et le règlement-livraison des Actions (y compris le paiement du prix) interviendra après l'achèvement des opérations de semi-centralisation à la date de règlement-livraison (après le dernier jour d'ouverture de l'Offre). Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des titres de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les Actions pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre. Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre. Il est précisé que dans ce cas, les actionnaires bénéficieront du Complément de Prix décrit au paragraphe 2.2 ci-dessus ;

- soit la cession de leurs Actions sur le marché, auquel cas ils devront remettre leur ordre de vente au plus tard le jour de la clôture de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, au plus tard deux jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs. Invest Securities, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront apportées à l'Offre sur le marché, conformément à la réglementation applicable. Il est précisé que dans ce cas, les actionnaires ne bénéficieront pas du Complément de Prix.

Il est rappelé que les actionnaires dont les Actions ne seront pas apportées à l'Offre mais transférées dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire bénéficieront du Complément de Prix éventuel.

1.3.3 Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de bourse après la clôture de l'Offre et Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des Actions et de règlement des capitaux dans le cadre de la procédure semi-centralisée.

1.3.4 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre. Pendant la durée de l'Offre, l'AMF peut reporter la date de clôture de l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre, tel que figurant dans le paragraphe 2.5 de la Note d'Information, est rappelé ci-après :

24 juillet 2026	- Dépôt auprès de l'AMF du projet de Note d'Information - Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de Note d'Information sur les sites Internet de Bourrelier Group et de l'AMF - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de Note d'Information
25 août 2026	- Dépôt auprès de l'AMF du projet de Note en Réponse de la Société comprenant notamment l'avis motivé du conseil d'administration de Bourrelier Group et le rapport de l'Expert Indépendant - Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de Note en Réponse de Bourrelier Group et de l'AMF - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de Note en Réponse de Bourrelier Group
26 octobre 2026	- Diffusion de l'addendum au rapport de l'Expert Indépendant
5 novembre 2026	- Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information et de la Note en Réponse de Bourrelier Group
6 novembre 2026	- Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de Bourrelier Group et de l'AMF de la Note d'Information visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur - Diffusion du communiqué informant de la mise à disposition de la Note d'Information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF de la Note en Réponse de Bourrelier Group visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Bourrelier Group sur le site Internet de la Société - Diffusion du communiqué informant de la mise à disposition de la Note en Réponse de Bourrelier Group visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Bourrelier Group
6 novembre 2026	- Publication par l'AMF et Euronext de l'avis d'ouverture de l'Offre
9 novembre 2026	- Ouverture de l'Offre
20 novembre 2026	- Clôture de l'Offre

23 novembre 2026 (au plus tard)	- Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF
26 novembre 2026 (au plus tôt)	- Règlement-livraison de l'Offre (semi-centralisée)
Dès que possible après la publication de l'avis de résultat	- Retrait Obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Growth

1.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions émises par la Société et non détenues par l'Initiateur ainsi que par le Concert Familial et à l'exclusion des 14 987 Actions auto-détenues qui représentent 0,24% du capital social et 0,12% des droits de vote, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total maximum de 12 156 Actions[11] représentant 12 444 droits de vote, c'est-à-dire 0,20% du capital et 0,10% des droits de vote de la Société[12].

2. CONCLUSION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le rapport du cabinet JPA, représenté par MM. Jacques Potdevin et Damien Potdevin, a été remis le 2 septembre 2026 (le « **Rapport de l'Expert Indépendant** »).

Le Rapport de l'Expert Indépendant est intégralement reproduit en Annexe 1 de la présente Note en Réponse.

La conclusion du Rapport de l'Expert Indépendant est ainsi rédigée :

« *À l'issue de nos travaux, nous constatons que le Prix de l'Offre de 67,60 € par action :*

- *s'inscrit dans la fourchette d'évaluation issue de notre actif net réévalué, méthode retenue à titre principal, et extériorise une prime par rapport à sa valeur centrale (66,31 €) ;*

- *fait ressortir une prime significative par rapport à l'ensemble des références retenues à titre indicatif (cours de bourse, actif net comptable, référence à l'OPR de 2021) ;*

- *est assorti d'un droit de complément de prix réservé aux actionnaires apportant leurs titres, de nature à préserver la valeur latente attachée au litige Intergamma ;*

- *procède de conditions financières convergentes avec celles établies par l'Établissement présentateur, dont nous n'avons relevé aucune anomalie.*

En conséquence, à la date du présent rapport et sous réserve des éléments et limites qui y sont exposés, nous sommes d'avis que le prix de l'Offre de 67,60 € par action est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la société BOURRELIER GROUP dont les titres sont visés par l'Offre, dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire. »

Le 16 octobre 2026, l'Expert Indépendant a remis un addendum à son Rapport afin d'apprécier l'impact de la diffusion par la Société de ses comptes semestriels au 30 juin 2026 sur le caractère équitable des conditions financières du projet d'Offre et du Retrait Obligatoire tel que figurant en Annexe 2 de la présente Note en Réponse (l'« **Addendum** »).

[11] Il est précisé que sont visées par l'Offre les 2 961 Actions détenues par autres membres du groupe familial Bourrelier n'appartenant pas au Concert Familial.
[12] Sur la base d'un capital composé de 6 221 343 Actions représentant 12 384 609 droits de vote théoriques au 31 octobre 2026.

La conclusion de l'Addendum est ainsi rédigée :

« *Après prise en compte des comptes semestriels au 30 juin 2026 et actualisation des paramètres de marché, l'actif net réévalué central s'établit à 66,93 € par action, contre 66,31 € dans notre rapport, dans une fourchette de 65,52 € à 68,50 €. L'amélioration apportée par le semestre, portée par la trésorerie, n'est que partiellement compensée par la hausse du coût du capital.*

Le Prix de l'Offre de 67,60 € par action reste compris dans cette fourchette et fait ressortir une prime de 1,0 % sur la valeur centrale. Il offre également une prime de 11,9 % sur l'actif net comptable au 30 juin 2026, de 28,8 % sur le prix de l'offre publique de retrait de 2021 et de 38 % à 47 % sur les cours moyens pondérés antérieurs à l'annonce. Tous les actionnaires minoritaires, qu'ils apportent leurs titres ou que ceux-ci soient transférés dans le cadre du retrait obligatoire, perçoivent au minimum ce prix et bénéficient du droit à complément de prix.

En conséquence, les précisions et l'actualisation présentées dans le présent addendum ne modifient pas les conclusions de notre rapport du 2 septembre 2026. Nous confirmons que le prix de 67,60 € par action est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la société BOURRELIER GROUP visés par l'Offre, y compris dans la perspective de la mise en œuvre du retrait obligatoire. ».

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

3.1 Avis motivé du conseil d'administration adopté le 2 septembre 2026 et recommandation sur l'Offre et le Retrait Obligatoire

3.1.1 Composition du conseil d'administration de la Société

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du RGAMF, le conseil d'administration de la Société a été convoqué par visioconférence, le 2 septembre 2026, par son Président en vue de rendre un avis motivé sur l'Offre.

Le conseil d'administration de Bourrelier Group comprend actuellement cinq administrateurs, dont un indépendant. Il est composé comme suit :

- M. Jean-Claude Bourrelier, Président-directeur général de la Société ;
- M. Jean Criton, administrateur indépendant ;
- M^me^ Annabelle Bourrelier, administratrice ;
- M. Jean-Michel Bourrelier, administrateur ;
- M. Yoann Bourrelier, administrateur.

Le conseil d'administration de la Société a émis, dans cette composition[13], le 2 septembre 2026, son avis motivé sur l'Offre étant précisé que le Président, en sa qualité de dirigeant de M14, s'est abstenu de participer au vote de l'avis motivé ainsi qu'aux débats ayant précédé son adoption.

L'Expert Indépendant a participé à cette séance du 2 septembre 2026 par visioconférence.

[13] M. Jean-Michel Bourrelier, absent et excusé, a donné un pouvoir à M. Yoann Bourrelier.

3.1.2 Déroulement des travaux de l'Expert Indépendant

3.1.2.1 Processus de sélection de l'Expert Indépendant

Il est rappelé que :

- le 9 mars 2026, la Société a, par une procédure d'appel d'offres, sollicité trois experts financiers indépendants en vue de la remise de devis portant sur la réalisation d'une mission d'expertise financière indépendante et s'inscrivant dans le cadre d'un potentiel projet d'offre publique de retrait suivie d'un éventuel Retrait Obligatoire, envisagé par M14.

- le conseil d'administration de la Société a, lors de sa réunion du 2 juillet 2026, désigné le cabinet JPA, représenté par MM. Jacques Potdevin et Damien Potdevin, en qualité d'Expert Indépendant en application des dispositions de l'article 261-1, I, 1° et II, du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire, cette désignation étant décidée sous réserve de la non-opposition de l'AMF saisie à cet effet dans le cadre des dispositions de l'article 261-1-1 de son règlement général.

- le 17 juillet 2026, l'AMF a indiqué à la Société ne pas s'opposer à cette désignation.

3.1.2.2 Lancement et déroulement des travaux de l'Expert Indépendant

Dès mi-juillet 2026, les documents et informations initialement demandés à la Société par l'Expert Indépendant lui ont été communiqués.

L'Expert Indépendant a notamment eu accès au plan d'affaires 2026-2030 tel qu'établi par sa direction et approuvé par son conseil d'administration le 19 mai 2026 et représentant la meilleure estimation possible des prévisions de la Société.

Plus généralement, il a eu accès à l'ensemble des documents demandés et le conseil d'administration ainsi que l'administrateur indépendant en charge du suivi de sa mission n'ont pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

M. Jean Criton, administrateur indépendant, s'est vu confier par le conseil d'administration la mission d'assurer le suivi régulier des travaux de l'Expert Indépendant et notamment de répondre à ses demandes d'informations. Par ailleurs, au regard de la taille du conseil d'administration et de la présence d'un seul membre qualifié d'indépendant, il a été décidé, dès le 2 juillet 2026, à l'unanimité, de ne pas constituer de « comité ad hoc » pour assurer le suivi des travaux de l'expert financier indépendant, cette mission étant effectuée directement par le conseil d'administration.

Des réunions téléphoniques ont eu lieu entre M. Jean Criton et les équipes du cabinet JPA depuis la nomination de ce dernier en qualité d'Expert Indépendant :

- le 18 juillet 2026, un échange avec l'administrateur indépendant concernant l'avancement des travaux d'expertise indépendante et la présentation des principales hypothèses retenues, à titre préliminaire ;

- le 18 août 2026, un deuxième échange avec l'administrateur indépendant afin d'effectuer un point d'étape concernant l'avancement des travaux de JPA.

3.1.2.3 Avis motivé du conseil d'administration sur l'Offre

Il est précisé à cet égard que les termes figurant en majuscule qui ne sont pas spécifiquement définis par le présent avis auront le sens qui leur est donné dans le Projet de Note en Réponse.

Les administrateurs ont préalablement pris connaissance des différents documents qui leur ont été remis et présentés oralement, dont notamment :

- le projet de Note d'Information de l'Initiateur incluant le Prix de l'Offre de 67,60 euros et les termes et conditions du Complément de Prix, les motifs et le contexte de l'Offre, les intentions de M14 pour les douze prochains mois, ses intentions en matière de Retrait Obligatoire et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par Invest Securities en sa qualité d'Etablissement Présentateur et garant de l'Offre ;

- le Rapport de l'Expert Indépendant remis au conseil d'administration dans sa version signée, le 2 septembre 2026 ;

- le projet de Note en Réponse incluant le Rapport de l'Expert Indépendant susmentionné.

Après avoir pris connaissance de ces documents, le conseil d'administration a constaté que :

- comme indiqué dans le paragraphe 1.1.3.4 de la Note d'Information, ce projet d'Offre répond essentiellement à l'étroitesse du marché du titre et donne la possibilité aux actionnaires minoritaires de Bourrelier Group de bénéficier d'une liquidité immédiate sur leurs Actions Bourrelier Group au Prix de l'Offre, fixé à 67,60 euros, augmenté, pour les actionnaires apportant leurs Actions à la procédure semi-centralisée de l'Offre (et non par cession sur le marché), de l'éventuel Complément de Prix tel que défini au paragraphe 2.2 de la Note d'Information ;

- l'Offre est principalement motivée dans la Note d'Information par la taille très réduite du flottant de la Société et à cet égard que la liquidité très faible ne justifie plus le maintien de la cotation des Actions sur Euronext Growth ;

- l'Initiateur indique qu'une procédure de Retrait Obligatoire serait mise en œuvre à l'issue de l'Offre si les conditions légales et réglementaires le permettent, étant précisé que les actionnaires autres que M14 et les personnes appartenant au Concert Familial détiennent à ce jour moins de 10% du capital et des droits de vote de la Société et qu'ainsi, les conditions de détention prévues à l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF pour la réalisation du Retrait Obligatoire, sont déjà satisfaites ;

- le Prix de l'Offre proposé aux actionnaires, hors Complément de Prix prévu au paragraphe 2.2 de la Note d'Information, de 67,60 euros, fait ressortir une prime :

    - d'environ 38% par rapport au cours moyen de l'action Bourrelier Group pondéré par les volumes (« **CMPV** ») sur les 20 derniers jours de bourse, de 38% par rapport au CMPV des 60 derniers jours de bourse, de 43% par rapport au CMPV des 120 derniers jours de bourse et de 47% par rapport à celui des 180 derniers jours de bourse ;

    - de l'ordre de 16% par rapport à l'actif net comptable de Bourrelier Group, de 58,40 euros au 31 décembre 2025.

- le choix de la méthode de valorisation retenue à titre principal par l'Etablissement Présentateur et l'Expert Indépendant est identique (actif net réévalué ou « **ANR** ») ;

- le Rapport de l'Expert Indépendant et de l'Etablissement Présentateur ont retenu à titre indicatif l'actif net comptable, de 58,4 euros par Action au 31 décembre 2025 (par rapport auquel le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 15,8%) et l'analyse du cours de bourse sur les douze mois précédant l'annonce de l'Offre purement indicative au regard de la faible liquidité du marché de l'Action. Les calculs du CMPV de l'Expert Indépendant recoupent, à quelques centimes près, ceux de l'Établissement Présentateur. Le Rapport de l'Expert Indépendant ajoute à titre indicatif la référence à l'offre publique de retrait de 2021 réalisée par M14 au prix unitaire de 52,50 euros (le Prix de l'Offre représente une progression de +28,8 % par rapport à cette référence, cohérente selon le Rapport de l'Expert Indépendant « *avec l'appréciation de la valeur des actifs du groupe depuis cette date (notamment le renforcement du pôle Hôtellerie et la réévaluation des actifs immobiliers* ») ;

- le calcul de l'ANR par l'Expert Indépendant aboutit à une valeur centrale de 66,31 euros par Action par rapport à laquelle le Prix de l'Offre fait apparaître une prime de 1,9% (les fourchettes basses et hautes de l'ANR par Action étant situées à 64,78 euros et 68,04 euros, ce qui fait ressortir une prime de 4,4% et une décote de 0,6% respectivement en comparaison avec le Prix de l'Offre) ;

- l'Expert Indépendant n'a pas identifié d'accord conférant à certains actionnaires un avantage particulier de nature à remettre en cause l'égalité de traitement, ni d'accord connexe susceptible de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires. A l'issue de ses travaux, il n'a pas relevé l'existence d'engagements d'apport à l'Offre ni de mécanismes de complément de prix, autre que le Complément de Prix, ou de garantie, qui seraient réservés à l'Initiateur ou à des actionnaires déterminés ;

- à l'issue de sa revue, l'Expert Indépendant estime que les travaux d'évaluation de l'Établissement Présentateur reposent sur une méthodologie appropriée, des hypothèses raisonnables et des calculs exacts. L'Expert Indépendant mentionne n'avoir relevé aucune anomalie de nature à en remettre en cause ses conclusions. Sa valeur centrale (de 66,31 euros) est très légèrement inférieure à celle de l'Établissement Présentateur (de 67,60 euros), et le Prix de l'Offre s'inscrit dans la fourchette d'évaluation de l'Expert Indépendant ;

- à la date d'émission de son rapport, l'Expert Indépendant n'a été destinataire d'aucune observation écrite de la part des actionnaires minoritaires étant rappelé que ceux-ci sont peu nombreux et ne représentent plus que 0,20 % du capital ;

- sur ces bases, le Rapport de l'Expert Indépendant a conclu au caractère équitable du Prix de l'Offre en ces termes :

  « *À l'issue de nos travaux, nous constatons que le Prix de l'Offre de 67,60 € par action :*

  - *s'inscrit dans la fourchette d'évaluation issue de notre actif net réévalué, méthode retenue à titre principal, et extériorise une prime par rapport à sa valeur centrale (66,31 €) ;*

  - *fait ressortir une prime significative par rapport à l'ensemble des références retenues à titre indicatif (cours de bourse, actif net comptable, référence à l'OPR de 2021) ;*

  - *est assorti d'un droit de complément de prix réservé aux actionnaires apportant leurs titres, de nature à préserver la valeur latente attachée au litige Intergamma ;*

  - *procède de conditions financières convergentes avec celles établies par l'Établissement présentateur, dont nous n'avons relevé aucune anomalie.*

  En conséquence, à la date du présent rapport et sous réserve des éléments et limites qui y sont exposés, nous sommes d'avis que le prix de l'Offre de 67,60 € par action est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la société BOURRELIER GROUP dont les titres sont visés par l'Offre, dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire. »

Concernant plus spécifiquement le Complément de Prix éventuel payable dans les conditions décrites au paragraphe 2.2 de la Note d'Information, le conseil d'administration a également relevé dans ces documents qui lui ont été présentés que :

- le Complément de Prix permettrait aux actionnaires apportant leurs Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée par Euronext Paris, de bénéficier des éventuels gains futurs et aléatoires liés au litige entre Bourrelier Group et son franchiseur Intergamma relatif à l'exécution de ces deux contrats de franchise et visant à faire reconnaitre un manquement contractuel de la part d'Intergamma concernant, notamment, le versement aux franchisés des remises et primes d'achat payées par les fournisseurs ;

- il expire le 24 juillet 2031 et cette durée de cinq ans est conforme aux préconisations de l'AMF ;

- l'Initiateur s'est engagé à ce que le calcul du Complément de Prix fasse l'objet d'une revue, en cas de Versement Effectif, par le cabinet JPA agissant dans la continuité de sa mission d'Expert Indépendant ;

- le Rapport de l'Expert Indépendant conclut de son côté que : « *Le complément de prix constitue, dans son principe, un mécanisme favorable aux actionnaires minoritaires : il leur permet de conserver l'exposition à un actif contentieux dont la valeur ne peut être établie de manière fiable à la date de l'Offre, sans en supporter l'aléa dans le prix ferme. Nous relevons toutefois que son montant et sa réalisation demeurent incertains, que son versement est subordonné à une issue favorable au plus tard en 2031, et que le titre le matérialisant n'est pas cessible. En cohérence avec ce traitement, le produit Intergamma de 4,7 M€ encaissé mais non provisionné a été neutralisé dans notre détermination de la trésorerie nette ajustée. Nous estimons ce dispositif équitable dans son principe et de nature à préserver les intérêts des minoritaires, sans qu'il puisse être valorisé de manière fiable à ce stade.* ».

S'agissant des intentions de M14 pour les douze prochains mois telles qu'elles figurent dans la Note d'Information, le conseil d'administration a pu constater que :

- l'Offre n'aura aucune incidence particulière sur la politique de Bourrelier Group en matière d'emploi puisqu'elle s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de Bourrelier Group, sans changement d'actionnaire de contrôle ou de stratégie. M14 n'a pas l'intention de modifier significativement la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs et plus généralement de politique sociale, étant précisé que les effectifs de la Société sont très limités hors activité Benelux. En outre, il n'existe au sein de la Société aucun plan d'actionnariat salarié prévu par les dispositions des articles L. 225-177 à L. 225-197-5 du Code de commerce qui justifierait la mise en place d'un engagement de liquidité en leur faveur ;

- M14 prévoit de conserver une politique de distribution de dividendes de la Société conforme à celle antérieurement pratiquée. Ainsi, la politique de distribution de la Société devrait continuer à être déterminée en fonction de sa capacité distributive et de ses besoins de financement. Il est toutefois rappelé que la Société n'a distribué aucun dividende en 2025 au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2024 et qu'aucun dividende n'a été décidé au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2025 par le conseil d'administration de Bourrelier Group à l'assemblée générale de ses actionnaires, qui s'est tenue le 23 juin 2026 ;

- l'Offre n'aura aucune influence sur la stratégie de la Société puisque M14, qui la contrôle avant la réalisation de l'Offre, a fait part de son intention de poursuivre la stratégie sélective de diversification déjà menée par la Société ;

- selon la Note d'Information, l'Offre serait immédiatement suivie, si ses conditions sont satisfaites, d'une procédure de Retrait Obligatoire prévue aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF qui viserait la totalité des Actions non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit 67,60 euros par Action, nette de tous frais, outre l'éventuel Complément de Prix tel que défini au paragraphe 2.2 de la Note d'Information. Euronext Paris procéderait, à l'issue du Retrait Obligatoire, à la radiation des Actions de la Société d'Euronext Growth. Les Actions ne seraient donc plus inscrites ni négociables sur Euronext Growth après la mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire.

3.1.2.4 Recommandation sur l'Offre

En conséquence et après en avoir délibéré, le conseil d'administration a, dans sa séance du 2 septembre 2026, à l'unanimité de ses membres, à l'exception de son Président qui ne participe pas au vote ni aux délibérations :

- pris acte des conclusions du Rapport de l'Expert Indépendant sur le caractère équitable de l'Offre et du Retrait Obligatoire ;

- considéré que l'Offre et le Retrait Obligatoire permettent aux actionnaires de bénéficier d'une liquidité, désormais quasi-inexistante sur le marché, à des conditions équitables ;

- considéré que la mise en œuvre du Retrait Obligatoire est dans l'intérêt de la Société en ce qu'il permettra une réduction des frais récurrents de cotation, outre un allègement des contraintes légales et réglementaires pesant sur Bourrelier Group en raison de cette cotation. Cette cotation s'avère en effet inutile et disproportionnée au regard du nombre d'Actions n'appartenant pas au Concert Familial (de l'ordre de 12 156 Actons représentant 12 444 droits de vote en incluant les Actions détenues par les membres de la famille Bourrelier n'agissant pas de concert au sens de l'article L. 233-10, I du Code de commerce), c'est-à-dire 0,20% du capital et 0,10% des droits de vote de la Société ;

- considéré que l'Offre et la procédure de Retrait Obligatoire n'ont pas d'incidence notable sur la situation des salariés de la Société, ni sur la stratégie de cette dernière ;

- considéré que l'Offre, libellée à 67,60 euros par Action outre le Complément de Prix éventuel, est donc conforme sans restriction ni réserve, aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;

- décidé par conséquent de donner un avis favorable à l'Offre et au Retrait Obligatoire et de recommander à ses actionnaires d'apporter leurs Actions à l'Offre ;

- pris acte que les 14 987 Actions auto-détenues qui représentent 0,24% du capital social et 0,12% des droits de vote, ne sont pas visées par l'Offre et ne seront donc pas présentées à celle-ci ;

- approuvé en conséquence le projet de Note en Réponse qui lui a été présenté ainsi que le projet de communiqué de dépôt établi conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF ;

- donné tous pouvoirs au Président-Directeur général pour finaliser si besoin le projet de Note en Réponse ainsi que le document incluant les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Bourrelier Group, visé à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, procéder à leur dépôt auprès de l'AMF, signer les attestations requises dans le cadre de l'Offre et plus généralement, faire le nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre et du Retrait Obligatoire (et, dans ce cadre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre et du Retrait Obligatoire).

3.2 Avis motivé du conseil d'administration adopté le 16 octobre 2026 réitérant sa recommandation sur l'Offre et le Retrait obligatoire

L'Addendum au Rapport de l'Expert Indépendant a été remis le 16 octobre 2026 afin d'apprécier l'impact de la diffusion par la Société de ses comptes semestriels au 30 juin 2026 sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

Après avoir pris connaissance de l'Addendum au Rapport de l'Expert Indépendant, le conseil d'administration de la Société s'est à nouveau réuni au siège social et par visioconférence, en présence de la totalité de ses membres[14], le 16 octobre 2026, pour se prononcer sur l'intérêt de l'Offre et du Retrait Obligatoire pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, étant précisé que le Président, en sa qualité de dirigeant de M14, s'est abstenu de participer au vote ainsi qu'aux débats. Il est précisé que le conseil d'administration n'a pas jugé utile d'entendre l'Expert Indépendant, qui n'a pas participé à cette séance.

Le conseil d'administration a relevé que :

- l'actif net comptable part du groupe de la Société au 30 juin 2026 ressort 374,8 millions d'euros, soit 60,40 euros par action, faisant ressortir une prime de +12% sur l'actif net comptable à cette date ;

- le calcul de l'ANR par l'Expert Indépendant aboutit désormais à une valeur centrale de 66,93 euros par Action par rapport à laquelle le Prix de l'Offre fait apparaître une prime de 1% (les fourchettes basses et hautes de l'ANR par Action étant situées à 65,52 euros et 68,50 euros) ;

- dans sa conclusion l'Addendum confirme le caractère équitable du Prix de l'Offre et des conditions financières du Retrait Obligatoire.

Par conséquent, le conseil d'administration a confirmé, à l'unanimité de ses membres (étant précisé que le Président, en sa qualité de dirigeant de M14, s'est abstenu de participer au vote), son avis favorable à l'Offre et au Retrait Obligatoire adopté le 2 septembre 2026 sans restriction ni réserve et a préconisé aux actionnaires de la Société de présenter leurs Actions à l'Offre.

Le conseil d'administration a également approuvé le projet de Note en Réponse modifié qui lui a été présenté.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION VIS-A-VIS DE L'OFFRE

Il est rappelé que :

- M. Jean-Claude Bourrelier, Président-directeur général de la Société, détient individuellement 30 533 Actions, étant précisé que M14, contrôlée par M. Jean-Claude Bourrelier et sa famille, détient 6 150 848 Actions ;

- M. Jean Criton, administrateur indépendant, détient 10 Actions ;

- M^{me} Annabelle Bourrelier, administratrice, détient individuellement 4 410 Actions ;

- M. Jean-Michel Bourrelier, administrateur, détient individuellement 4 204 Actions ;

- M. Yoann Bourrelier, administrateur, détient individuellement 4 204 Actions.

Il est rappelé que les Actions détenues par M^{me} Annabelle Bourrelier, M. Jean-Michel Bourrelier et M. Yoann Bourrelier, qui appartiennent au Concert Familial, ne sont pas visées par l'Offre.

Lors de la séance du conseil d'administration du 2 septembre 2026, M. Jean Criton a fait part de son intention de présenter l'intégralité de ses Actions à l'Offre, ce qu'il a réitéré lors de la réunion du 16 octobre 2026.

[14] M^{me} Annabelle Bourrelier, absente et excusée, a donné un pouvoir à M. Yoann Bourrelier.

5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LA PRESENTATION A L'OFFRE DES ACTIONS AUTO-DETENUES

Le conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion en date du 2 septembre 2026, a pris acte que les 14 987 Actions auto-détenues qui représentent 0,24% du capital social et 0,12% des droits de vote, ne sont pas visées par l'Offre et ne seront donc pas présentées à celle-ci.

6. INFORMATION DES SALARIES DE BOURRELIER GROUP

Bourrelier Group, qui ne dispose d'aucun comité social et économique, a informé directement ses salariés du lancement de l'Offre conformément à l'article L. 2312-50 du Code du travail.

Par ailleurs, conformément à ces mêmes dispositions, un exemplaire de la Note d'Information, une fois visée par l'AMF, sera transmis par l'Initiateur à la société Bourrelier Group, au plus tard le troisième jour suivant la publication de la Note d'Information. Bourrelier Group la communiquera ensuite sans délai à ses salariés conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables.

7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU DE SON ISSUE

A la date de présente Note en Réponse, il n'existe aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue et la Société n'a connaissance d'aucun accord de ce type.

8. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le présent paragraphe contient les éléments, dont la Société a connaissance, lorsque ceux-ci sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique, actualisés à la date de la présente Note en Réponse.

8.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date de la présente Note en Réponse, le capital de la Société est composé de 6 221 343 Actions représentant 12 384 609 droits de vote théoriques[15], répartis comme suit :

	Capital	% du capital	Droits de vote	% des droits de vote
M14	6 150 848	98,87%	12 300 998	99,32%
M. Jean-Claude Bourrelier	30 533	0,49%	30 546	0,25%
Autres membres du Concert Familial Bourrelier[16]	12 819	0,21%	25 637	0,21%
dont :				
Mme Annabelle Bourrelier	*4 410*	*0,07%*	*8 820*	*0,07%*
M. Jean-Michel Bourrelier	*4 204*	*0,07%*	*8 408*	*0,07%*
M. Yoann Bourrelier	*4 204*	*0,07%*	*8 408*	*0,07%*
Mme Michèle Bourrelier	*1*	*0,00%*	*1*	*0,00%*
Sous-total Concert Familial	**6 194 200**	**99,56%**	**12 357 181**	**99,78%**
Autres membres du groupe familial Bourrelier[17]	2 961	0,05%	3 022	0,02%
Groupe familial Bourrelier	**6 197 161**	**99,61%**	**12 360 203**	**99,80%**
Public	9 195	0,15%	9 422	0,08%
Auto-détention	14 987	0,24%	14 987	0,12%
Total	**6 221 343**	**100,00%**	**12 384 609**	**100,00%**

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, aucun autre actionnaire ne détient plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

Il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions

8.2.1 Obligation de déclaration des franchissements de seuils à la Société

En sus du respect de la réglementation relative aux déclarations de franchissement de seuils légaux (50 % et 90 % du capital ou des droits de vote), conformément à l'article 11 des statuts de Bourrelier Group, toute personne physique ou morale qui vient à détenir directement ou indirectement, par l'intermédiaire d'une ou plusieurs personnes morales qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, 2,5% du capital social et des droits de vote, est tenue de déclarer à la Société le nombre total d'Actions qu'elle possède et ce, par lettre recommandée avec accusé de réception adressée dans les quinze jours de bourse suivant le franchissement du seuil de participation.

Ces déclarations doivent être renouvelées dans les conditions ci-dessus prévues chaque fois qu'un nouveau seuil de 2,5% est franchi, à la hausse ou à la baisse, même si les seuils franchis sont supérieurs ou inférieurs aux seuils prévus par la loi.

L'intermédiaire inscrit comme détenteur d'Actions conformément aux dispositions légales et réglementaires est tenu, sans préjudice des obligations des propriétaires des Actions, d'effectuer les déclarations prévues au présent article pour l'ensemble des Actions au titre desquelles il est inscrit en compte.

[15] Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote a été déterminé en incluant les Actions dépourvues de droits de vote.
[16] Concert Familial constitué de M. Jean-Claude Bourrelier, de son épouse Mme Michèle Bourrelier, ainsi que de ses enfants Mme Annabelle Bourrelier, M. Jean-Michel Bourrelier et M. Yoann Bourrelier. Il est précisé que M. Jean-Claude Bourrelier, Mme Annabelle Bourrelier, M. Jean-Michel Bourrelier et M. Yoann Bourrelier siègent au conseil d'administration de Bourrelier Group.
[17] Membres de la famille Bourrelier ne siégeant pas au conseil d'administration de Bourrelier Group et n'appartenant pas au Concert Familial.

Pour la mise en œuvre de cette obligation, il est fait application des cas d'assimilation et modalités de calcul prévus par les articles L. 233-7 et L. 233-9 du Code de commerce ou par le règlement général de l'AMF.

8.2.2 Transferts d'Actions

Aucune restriction statutaire n'est applicable aux transferts d'Actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

8.2.3 Droits de vote double

L'article 11 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis quatre ans au moins au nom du même actionnaire.

8.2.4 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Néant.

8.2.5 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres

Néant.

8.2.6 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que le droit de vote double décrit au paragraphe 8.2.3 ci-dessus.

8.2.7 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

8.2.8 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

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

En vertu de l'article 12 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration.

Les statuts ne prévoient pas de dispositions différentes de celles prévues par la loi et les règlements concernant la nomination et le remplacement des membres du conseil d'administration ou la modification des statuts.

8.2.9.1 Nomination et remplacement des administrateurs :

Le nombre des membres du conseil d'administration fixé par l'article 12 des statuts doit être de trois au moins et de douze personnes au plus. Les membres du conseil d'administration sont des personnes physiques, propriétaire au moins d'une action de la Société. Ils sont nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée maximale de six années.

Le mandat des membres du conseil d'administration est renouvelable.

Les membres du conseil d'administration peuvent être révoqués, à tout moment, par l'assemblée générale.

Le Président-Directeur général assure sous sa responsabilité la direction générale de la Société. Il est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la Société, dans la limite de l'objet social et sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées générales et au conseil d'administration.

Le Président du conseil d'administration ne peut être âgé de plus de quatre-vingt-cinq (85) ans. Lorsque le président du conseil d'administration en place atteint cet âge, il est réputé démissionnaire d'office.

Le nombre d'administrateurs ayant atteint l'âge de quatre-vingt-cinq (85) ans ne peut dépasser le tiers des membres du Conseil d'Administration. Lorsque l'âge limite est atteint, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

8.2.9.2 Modification des statuts de la Société :

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

Elle statue à la majorité des deux-tiers (2/3) des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

8.2.10 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions

8.2.10.1 Pouvoirs du conseil d'administration de la Société :

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

8.2.10.2 Délégations et les autorisations conférées au conseil d'administration de Bourrelier Group par l'assemblée générale :

A la date de la présente Note en Réponse, l'assemblée générale des actionnaires de la Société a accordé au conseil d'administration de la Société les délégations et les autorisations suivantes en matière de rachat ou d'émission d'Actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires à émettre immédiatement ou à terme :

Objet de la délégation ou de l'autorisation	**Montant nominal maximal autorisé**	**Durée de la délégation ou de l'autorisation**	**Date de la résolution**
Autorisation à donner au conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les Actions de la Société (**rachat d'Actions**)	10% du capital (prix d'intervention maximal de 55 euros)	23 décembre 2027 (18 mois)	23 juin 2026 10ème résolution
Autorisation au conseil pour réduire le capital de la Société par **annulation** d'Actions auto-détenues	10% du capital et par période de 24 mois	23 décembre 2027 (18 mois)	23 juin 2026 12ème résolution

Objet de la délégation ou de l'autorisation	**Montant nominal maximal autorisé**	**Durée de la délégation ou de l'autorisation**	**Date de la résolution**
Délégation au conseil d'administration lui donnant compétence pour procéder à l'émission de tout titre et/ou à l'augmentation du capital social, par émission d'Actions ordinaires et/ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à un titre de créance, **avec maintien du droit préférentiel de souscription (« DPS »)**	Actions : 19,5 millions d'euros (nominal) Titres de créance : 175 millions d'euros	23 août 2028 (26 mois)	23 juin 2026 13ème résolution
Délégation au Conseil d'Administration lui donnant compétence pour augmenter le capital social par émission, **avec suppression du DPS**, d'Actions ordinaires et/ou pour émettre toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à un titre de créance **par voie d'offres au public** autres que celles visées au paragraphe 1° de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier	Actions : 19,5 millions d'euros (nominal) Titres de créance : 175 millions d'euros	23 août 2028 (26 mois)	23 juin 2026 14ème résolution
Délégation au Conseil d'Administration lui donnant compétence pour augmenter le capital social par émission**, avec suppression du DPS**, d'Actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires à émettre immédiatement ou à terme par la Société **par voie d'offres à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs** visés au paragraphe 1° de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier et de l'article 2(e) du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017	Actions : 19,5 millions d'euros (nominal) Titres de créance : 175 millions d'euros Et dans la limite de 30% du capital social par an	23 août 2028 (26 mois)	23 juin 2026 15ème résolution
Délégation au Conseil d'Administration lui donnant compétence pour augmenter le capital social, **avec suppression du DPS** ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires à émettre immédiatement ou à terme par la Société, **réservée à une ou plusieurs personne(s) nommément désignée(s)**	Actions : 19,5 millions d'euros (nominal) Titres de créance : 175 millions d'euros Et dans la limite de 30% du capital social par an	23 décembre 2027 (18 mois)	23 juin 2026 16ème résolution

Objet de la délégation ou de l'autorisation	Montant nominal maximal autorisé	Durée de la délégation ou de l'autorisation	Date de la résolution
Autorisation donnée au Conseil d'Administration en cas d'augmentation de capital avec ou sans suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, **d'augmenter le nombre de titres à émettre** décidées dans le cadre des délégations en vertu des 13**ème** à 16**ème** résolutions de l'assemblée générale du 23 juin 2026 ci-dessus	Plafond de 15% de l'émission initiale Actions : 19,5 millions d'euros (nominal)	23 août 2028 (26 mois)	23 juin 2026 17ème résolution
Délégation au Conseil d'Administration lui donnant compétence pour **augmenter le capital social par incorporation de bénéfices, de réserves ou de primes** et attribution d'actions gratuites ou élévation de la valeur nominale des actions existantes.	Actions : 19,5 millions d'euros (nominal)	23 août 2028 (26 mois)	23 juin 2026 18ème résolution
Plafond global des émissions susceptibles d'être réalisées en vertu des délégations adoptées au titre des 13ème à 18ème résolutions de l'assemblée générale en matière d'émission d'Actions ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires à émettre immédiatement ou à terme.	Actions : 19,5 millions d'euros (nominal) Titres de créance : 175 millions d'euros		23 juin 2026 19ème résolution

Il est précisé que les délégations et les autorisations adoptées lors de l'assemblée générale du 23 juin 2026, en vertu des 13ème à 16ème résolutions ainsi que de la 18ème résolution, pourront être utilisées à tout moment par le conseil d'administration jusqu'à leur expiration, y compris en période d'offre publique visant les titres de la Société.

8.2.11 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle

Néant.

8.2.12 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société requises en application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.bourrelier-group.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de la Société.

10. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« *A 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.* »

M. Jean-Claude Bourrelier, Président-Directeur général

Annexe 1 - Rapport de l'Expert Indépendant

JPA
Audit
France – Paris

JPA – JACQUES POTDEVIN & ASSOCIÉS

Expert indépendant • Membre de l'APEI

RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Attestation sur le caractère équitable des conditions financières

Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire

Initiée par la société M14

Visant les actions de la société BOURRELIER GROUP

Euronext Growth Paris – ISIN FR0000054421 – Mnémonique « ALBOU »

Rapport établi en application de l'article 261-1, I, 1° et II du règlement général de l'AMF

Septembre 2026



Contexte de l'Offre 6
1. Présentation de l'Opération 7
1.1. Sociétés concernées 7
1.1.1. L'Initiateur : la société M14 7
1.1.2. La Société visée : BOURRELIER GROUP 7
1.1.3. Structure de l'actionnariat 8
1.2. Rappel du contexte ayant conduit à l'Offre 8
1.3. Modalités de l'Offre 9
1.4. Motifs de l'Offre 9
1.5. Intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois 10
1.6. Retrait obligatoire et radiation 10
1.7. Calendrier indicatif de l'Opération 11
2. Cadre et déroulement de la mission d'expertise 12
2.1. Fondement réglementaire de la mission 12
2.2. Présentation du cabinet JPA – Jacques Potdevin & Associés 12
2.3. Déclaration d'indépendance 15
2.4. Rémunération de l'expert 15
2.5. Programme de travail et diligences effectuées 16
2.6. Informations et sources utilisées 17
2.7. Limites des travaux 18
3. Présentation de BOURRELIER GROUP 19
3.1. Historique 19
3.2. Structure juridique et organisation 19
3.3. Pôle Distribution (Benelux) 22
3.4. Pôle Industrie (Mavic) 23
3.5. Pôle Hôtellerie 23
3.6. Pôle Investissements 24
3.7. Gouvernance 24
4. Environnement économique et sectoriel 25
4.1. Le marché du bricolage en Europe et au Benelux 25
4.2. Le marché du cycle 25
4.3. L'hôtellerie parisienne haut de gamme 26
4.4. L'immobilier de commerce 26
4.5. Environnement de taux et paramètres de marché 26
5. Analyse financière 2021-2025 27
5.1. Compte de résultat consolidé 27
5.2. Analyse par pôle 28
5.3. Bilan économique 30

5.4. Besoin en fonds de roulement, trésorerie et endettement 31
5.5. Litiges et passifs éventuels 31
5.6. Matrice SWOT 32
5.7. Stratégie et allocation du capital : Présentation et hypothèses 32
5.8. Gouvernance et fiabilité du business plan : Présentation et hypothèses 33
6. Méthodologie d'évaluation 34
6.1. Approches écartées 34
6.1.1. Actualisation des flux de trésorerie au niveau consolidé 34
6.1.2. Comparables boursiers et transactions au niveau du groupe 34
6.1.3. Actualisation des dividendes 35
6.1.4. Objectifs de cours des analystes 35
6.2. Approches retenues 35
7. Évaluation par l'actif net réévalué 35
7.1. Pôle Distribution (Benelux) 35
7.1.1. Distribution (Benelux) : présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses 36
7.1.2. Composition et évolution du parc de magasins 37
7.1.3. Hypothèses du plan d'affaires et retraitement des remises de fin d'année 38
7.1.4. Actualisation des flux de trésorerie 38
7.1.5. Comparables boursiers 40
7.1.6. Transaction intragroupe 43
7.1.7. Synthèse du pôle Distribution 44
7.2. Pôle Industrie (Mavic) 44
7.2.1. Industrie (Mavic) : présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses 45
7.2.2. Actualisation des flux de trésorerie (scénario de continuité) 46
7.2.3. Scénario de liquidation 48
7.2.4. Comparables du secteur du cycle 48
7.2.5. Synthèse du pôle Industrie 50
7.3. Pôle Hôtellerie 50
7.3.1. Hôtellerie : présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses 51
7.3.2. Hôtel Lord Byron 51
7.3.3. Hôtel Mayflower Opéra 52
7.3.4. Hôtel Lumen Paris-Louvre 52
7.3.5. Application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie 53
7.3.6. Coût du capital (WACC) du secteur hôtelier 53
7.3.7. Actualisation des flux de trésorerie (DCF) 55
7.3.8. Valeur d'entreprise centrale 57
7.3.9. Analyse de sensibilité 58
7.3.10. Transactions hôtelières comparables 58

7.3.11. Caractéristiques des opérations 58
7.3.12. Application à l'EBITDA du pôle Hôtellerie 59
7.3.13. Expertise immobilière 59
7.3.14. Synthèse du pôle Hôtellerie 60
7.4. Pôle Investissements (immobilier et participations financières) 60
7.4.1. Investissements (immobilier et participations) : présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses 61
7.4.2. Immobilier : méthodologie 61
7.4.3. Immobilier France (expertises Galtier, mars 2026) 62
7.4.4. Immobilier Belgique (expertises Stadim) 63
7.4.5. Synthèse de l'immobilier 63
7.4.6. Participations financières 63
7.4.7. Synthèse du pôle Investissements 64
7.5. Passage à la trésorerie nette ajustée 64
7.6. Frais de holding 65
7.7. Nombre d'actions retenu 66
7.8. Synthèse de l'actif net réévalué 66
7.9. Analyse de sensibilité de l'ANR 67
8. Références retenues à titre indicatif 68
8.1. Analyse du cours de bourse 68
8.2. Actif net comptable consolidé 70
8.3. Référence à l'offre publique de retrait de 2021 70
9. Analyse du complément de prix (litige Intergamma) 70
9.1. Rappel du litige 70
9.2. Modalités du complément de prix 70
9.3. Détermination et calcul du complément de prix 71
9.4. Appréciation 72
10. Accords connexes 72
11. Analyse des travaux de l'Établissement présentateur 73
11.1. Méthodes et références retenues 73
11.2. Analyse de la mise en œuvre de l'ANR 74
11.3. Analyse du cours de bourse 74
11.4. Conclusion sur les travaux de l'Établissement présentateur 75
12. Observations des actionnaires minoritaires et réponses de l'expert 75
12.1. Cadre 75
13. Synthèse et attestation d'équité 75
13.1. Synthèse de nos travaux 75
..... 75

13.2. Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre 75
14. Analyse du plan d'affaires 2026-2030 : échanges avec le management 77
Points d'attention transversaux 77
Informations complémentaires recueillies lors de l'entretien téléphonique de suivi 77
1. Distribution Benelux 77
2. Mavic 78
3. Hôtellerie 79
4. SCI Rond Pont 12 80
5. Participations financières 80
6. Politique de dividende 80
7. Retrait de cote 81
8. Gouvernance 81
Annexes 82
Annexe 1 – Principales sources non annexées 82
Annexe 2 – Glossaire 82

Contexte de l'Offre

La société BOURRELIER GROUP (anciennement dénommée BRICORAMA S.A., ci-après « BOURRELIER GROUP », la « Société » ou l'« Émetteur ») a été fondée en 1975. Ses actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth Paris (précédemment Alternext) depuis juillet 2011, sous le code ISIN FR0000054421 et le mnémonique « ALBOU ». À la suite de la cession, début 2018, de la quasi-totalité de ses activités historiques de distribution de matériel de bricolage en France et en Espagne au Groupement Les Mousquetaires, la Société a profondément transformé son profil pour devenir un holding familial de diversification.

La Société est contrôlée par un concert familial (ci-après le « Concert Familial ») composé de Monsieur Jean-Claude BOURRELIER, fondateur et Président-Directeur Général, de son épouse Madame Michèle BOURRELIER, de ses trois enfants : Madame Annabelle BOURRELIER et Messieurs Jean-Michel et Yoann BOURRELIER, tous trois administrateurs, ainsi que de la société civile M14 que Monsieur Jean-Claude BOURRELIER contrôle. À la date du présent rapport, le Concert Familial détient 99,56 % du capital et 99,78 % des droits de vote de la Société, dont 98,87 % du capital par l'intermédiaire de M14 ; le flottant public résiduel s'établit à 0,15 % du capital.

Dans ce contexte de flottant résiduel et de liquidité quasi inexistante, la société M14 (ci-après l'« Initiateur ») a annoncé, le 2 juillet 2026, son intention de déposer un projet d'offre publique de retrait devant être immédiatement suivie d'un retrait obligatoire, visant la totalité des actions non détenues par le Concert Familial, au prix de 67,60 € par action (ci-après le « Prix de l'Offre »). L'établissement présentateur de l'Offre est INVEST SECURITIES (ci-après la « Banque présentatrice » ou l'« Établissement présentateur »).

Le conseil d'administration de BOURRELIER GROUP a, lors de sa réunion du 2 juillet 2026, sur proposition de son administrateur indépendant Monsieur Jean CRITON, désigné le cabinet JPA – Jacques Potdevin & Associés, représenté par MM. Jacques Potdevin et Damien Potdevin, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1, I, 1° et II, du règlement général de l'AMF. L'AMF, saisie de cette désignation, a indiqué le 17 juillet 2026 ne pas s'y opposer.

Le projet d'Offre et le projet de note d'information ont été déposés auprès de l'AMF par Invest Securities le 24 juillet 2026. Le présent rapport, destiné à être intégré dans le projet de note en réponse de la Société, rend compte de nos travaux et énonce notre attestation d'équité.

1. Présentation de l'Opération

1.1. Sociétés concernées

1.1.1. L'Initiateur : la société M14

M14 est une société civile de droit français au capital de 172 706 100 euros, dont le siège social est situé 27 avenue de la Belle Gabrielle à Nogent-sur-Marne (94130), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 482 494 424. Elle constitue la structure faîtière du patrimoine de la famille Bourrelier, est contrôlée par Monsieur Jean-Claude Bourrelier et détient, à la date du présent rapport, 98,87 % du capital et 99,32 % des droits de vote de BOURRELIER GROUP. M14 n'exerce pas d'activité opérationnelle propre : elle a pour objet la détention et la gestion de la participation de contrôle du groupe familial dans l'Émetteur. En agissant de concert avec les autres membres de la famille Bourrelier, elle exerce le contrôle exclusif de la Société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

1.1.2. La Société visée : BOURRELIER GROUP

BOURRELIER GROUP est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 31 106 715 euros, divisé en 6 221 343 actions, dont le siège social est établi 5 rue Jean Monnet à Nogent-sur-Marne (94130), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 957 504 608. Devenue un holding de diversification à l'issue de la cession de Bricorama, elle organise son activité autour de quatre pôles :

- Distribution (bricolage au Benelux),
- Industrie (Mavic),
- Hôtellerie (hôtels parisiens quatre étoiles) et
- Investissements (immobilier de commerce et participations financières), décrits en détail à la section 3.

Elle a réalisé en 2025 un chiffre d'affaires consolidé de 299,9 M€ et emploie environ 1 500 collaborateurs, principalement au Benelux.

1.1.3. Structure de l'actionnariat

La répartition du capital à la date du présent rapport s'établit comme suit :

Actionnaire	% du capital	% approx. des droits de vote
M14	98,87 %	99,32 %
M. Jean-Claude Bourrelier	0,49 %	0,25 %
Autres membres du Concert (Michèle, Annabelle, Jean-Michel, Yoann B.)	0,21 %	0,21 %
Sous-total Concert Familial	**99,56 %**	**99,78 %**
Autres membres de la famille (hors Concert)	0,05 %	0,02 %
Public (flottant)	0,15 %	0,08 %
Actions auto-détenues	0,24 %	0,12 %
Total	**100,00 %**	**100,0 %**

Source : projet de note d'information (30/06/2026). L'Offre vise 12 156 actions (9 195 titres du public et 2 961 titres de membres de la famille hors Concert), soit 0,20 % du capital.

1.2. Rappel du contexte ayant conduit à l'Offre

La transformation du profil de la Société à la suite de la cession de Bricorama, conjuguée à la très forte concentration de l'actionnariat au sein du Concert Familial, a conduit à un assèchement durable de la liquidité du titre : sur les douze mois précédant l'annonce de l'Offre, les volumes échangés se sont élevés à environ 3 400 titres seulement, soit de l'ordre de 0,1 % du capital et un taux de rotation du flottant d'environ 12 %. Une première offre publique de retrait, initiée par M14, avait déjà été mise en œuvre en 2021, au prix de 52,5 € par action. À l'issue de cette opération, le flottant a continué de se réduire, rendant la cotation peu significative et coûteuse au regard de sa faible utilité pour la Société comme pour ses actionnaires.

C'est dans ce contexte que l'Initiateur a décidé de proposer aux actionnaires minoritaires une nouvelle fenêtre de liquidité, à un prix qu'il estime attractif, en vue de procéder au retrait de la cote.

La désignation d'un expert indépendant s'imposait, la Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur (article 261-1, I, 1°) et un retrait obligatoire étant envisagé (article 261-1, II).

1.3. Modalités de l'Offre

Les principales caractéristiques de l'Offre sont récapitulées ci-après :

Modalité	Description
Initiateur	M14 (holding de la famille Bourrelier), agissant de concert avec les membres de la famille Bourrelier
Société visée	BOURRELIER GROUP – Euronext Growth Paris (ALBOU / FR0000054421)
Nature	Offre publique de retrait (art. 236-3 s. RG AMF) suivie d'un retrait obligatoire (art. 237-1 s. RG AMF)
Titres visés	12 156 actions non détenues par le Concert Familial, hors auto-détention (0,20 % du capital / 0,10 % des droits de vote)
Prix de l'Offre	67,60 € par action, coupon attaché (aucun dividende au titre de 2025)
Durée de l'Offre	Au moins 10 jours de négociation
Complément de prix	Droit de complément de prix par action lié au litige Intergamma, réservé aux apporteurs (cf. section 9)
Procédure	Offre semi-centralisée par Euronext Paris
Établissement présentateur	Invest Securities (garant de la conformité et du contenu de la note d'information)
Issue	Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Growth Paris

1.4. Motifs de l'Offre

L'Offre répond à un double objectif. D'une part, elle vise à offrir aux actionnaires minoritaires une liquidité immédiate et intégrale de leur participation, à un prix extériorisant une prime significative sur les cours de bourse des derniers mois, dans un marché où la cession de leurs titres dans des conditions normales de délai et de prix est devenue quasi impossible. D'autre part, elle permet à l'Initiateur de tirer les conséquences de l'inadéquation entre le statut de société cotée et la structure de l'actionnariat, en supprimant les contraintes et les coûts liés à la cotation (obligations d'information périodique et permanente, coûts de place) au regard de leur faible utilité.

1.5. Intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois

Sur la base des informations communiquées, les intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir sont les suivantes :

- **Stratégie et activité :** poursuite de la stratégie de holding de diversification, sans modification substantielle de l'organisation des quatre pôles ; poursuite du redressement de Mavic et du développement des pôles Hôtellerie et Investissements ;
- **Emploi :** l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence spécifique sur la politique de l'emploi du groupe, l'opération étant sans effet sur le périmètre opérationnel ;
- **Dividendes :** la Société n'a pas distribué de dividende au titre des derniers exercices (excepté sur l'exercice 2023, versé en 2024) ; l'Initiateur n'anticipe pas de modification de cette politique à court terme, la trésorerie ayant vocation à financer le développement ;
- **Gouvernance :** maintien de la composition actuelle des organes sociaux, sous réserve des adaptations résultant de la radiation (notamment la fin des obligations propres aux sociétés cotées) ;
- **Fusion :** aucune fusion de la Société avec l'Initiateur n'est envisagée à ce stade.

1.6. Retrait obligatoire et radiation

Les conditions de mise en œuvre d'un retrait obligatoire au titre des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF étant réunies, le Concert Familial détenant plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a fait part de son intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, portant sur les actions non présentées, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, et entraînant la radiation des actions d'Euronext Growth Paris. C'est précisément la perspective de ce retrait obligatoire qui fonde, au titre du II de l'article 261-1, la nécessité de la présente attestation d'équité.

1.7. Calendrier indicatif de l'Opération

Échéance	Étape
2 juillet 2026	Conseil d'administration (désignation de l'expert indépendant) et communiqué annonçant le projet d'Offre
3 juillet 2026	Avis de pré-offre de l'AMF (réf. 226C0976)
17 juillet 2026	Non-opposition de l'AMF à la désignation de l'expert indépendant
24 juillet 2026	Dépôt du projet de note d'information par l'Initiateur (Invest Securities)
Début septembre 2026	Dépôt du projet de note en réponse : rapport de l'expert indépendant et avis motivé du conseil
24 septembre 2026	Décision de conformité de l'AMF (visa), puis ouverture de l'Offre
Fin septembre 2026	Clôture de l'Offre et publication de l'avis de résultat
Après l'avis de résultat	Mise en œuvre du retrait obligatoire et radiation d'Euronext Growth Paris

Source : projet de note d'information de l'Initiateur. Calendrier indicatif, susceptible d'évoluer.

2. Cadre et déroulement de la mission d'expertise

2.1. Fondement réglementaire de la mission

La désignation du cabinet JPA en qualité d'expert indépendant procède d'une décision du conseil d'administration de BOURRELIER GROUP, sur proposition de son administrateur indépendant.

Elle est requise :

- **au titre de l'article 261-1, I, 1°,** du règlement général de l'AMF, la Société étant déjà contrôlée, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre ;
- **au titre de l'article 261-1, II,** du même règlement, l'Initiateur ayant l'intention de requérir la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Nos diligences ont été conduites conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 relative à l'expertise indépendante, ainsi qu'à la recommandation AMF n° 2006-15 intitulée « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières », dans leur rédaction en vigueur.

La présente mission a pour objet exclusif l'établissement d'un rapport comportant une attestation sur le caractère équitable, d'un point de vue financier, des conditions de l'Offre pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective du retrait obligatoire. Il ne s'agit ni d'un audit, ni d'un examen limité des comptes, ni d'une mission de conseil.

2.2. Présentation du cabinet JPA – Jacques Potdevin & Associés

JPA – Jacques Potdevin & Associés exerce dans le cadre des professions réglementées de commissaire aux comptes et d'expert-comptable ; le cabinet est inscrit à ce titre auprès de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) et de l'Ordre des experts-comptables (OEC). Le cabinet intervient de longue date en matière d'apports et de fusions (commissariat aux apports et à la fusion), d'évaluation et d'expertise financière, ainsi que d'acquisitions et de cessions d'entreprises (due diligence). Il anime par ailleurs un réseau international de cabinets d'expertise comptable et d'audit présent dans plus de 85 pays.

Le cabinet dispose des compétences, des outils et des accès aux bases de données financières (données de marché, taux, primes de risque, multiples sectoriels) requis pour la conduite de missions d'évaluation d'entreprises. JPA est adhérent de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AMF au sens de l'article 263-1 de son règlement général, et applique le code de déontologie et les diligences professionnelles édictés par cette association.

La présente mission a été conduite par une équipe pluridisciplinaire réunissant des associés et collaborateurs expérimentés en évaluation financière, sous la supervision de l'associé responsable de la mission, avec mise en œuvre de la procédure interne de revue indépendante prévue par le référentiel qualité du cabinet.

La mission a été conduite par l'équipe suivante :

Jacques POTDEVIN : Associé Commissaire aux comptes et Expert-Comptable,

Damien POTDEVIN : Associé Commissaire aux comptes et Expert-Comptable,

Mélody DARRAS : Experte comptable mémorialiste

Marin COLOMB : Collaborateur comptable et financier

Expertise indépendante :

- **ENVEA**

Cible : société ENVEA / marché : EURONEXT / date : 2020

Opération : Offre d'achat simplifiée obligatoire

Initiateur : ENVEA GLOBAL

Bénéficiaire : CARLYLE GROUPE

Banque présentatrice : TRANSACTION R&CO

Secteur Fusions/Apports d'envergures :

- TIKEAGLES (GROUPE TICKEAU /Hôtel California 75008)
- FAÏENCERIE DE SARREGUEMINES / Groupe BMG (foncière)
- CONTENT SQUARE
- SYSTRA
- ROTHSCHILD GROUPE
- VESTIAIRE COLLECTIVE
- BPCE / SG LEASE
- ARDIAN
- ARGAN
- NATIXIS

- FONCIERE DES REGIONS (Nouvellement COVIVIO)
- EURAZEO INDINVEST
- CNP LA BANQUE POSTALE
- IPSOS
- PREATONI GROUP
- ACCOR
- HERMES
- Groupe du Louvre
- Groupe NOMOTECH

Expertises ad hoc :

- TRANSMISSION IPSOS : 2023
- ANF ICADE GROUPAMA : 2019

2.3. Déclaration d'indépendance

Conformément aux articles 261-1, III, et 261-4 du règlement général de l'AMF et à la recommandation n° 2006-15, JPA atteste être indépendant des sociétés concernées par l'Opération et ne se trouver dans aucune des situations de conflit d'intérêts recensées par la réglementation. Le tableau ci-après récapitule notre appréciation, situation par situation.

Situation potentielle de conflit (reco 2006-15)	Situation de JPA
Lien capitalistique avec l'Initiateur, la Société ou leurs conseils	Aucun
Intérêt financier dans la réussite de l'Offre	Aucun
Créance ou dette sur l'une des parties de nature à affecter l'indépendance	Aucune
Mission d'évaluation de la Société réalisée au cours des 18 derniers mois	Aucune
Mission récurrente de conseil pour l'Initiateur ou la Société	Aucune
Lien personnel ou familial avec les dirigeants des parties	Aucun
Honoraires représentant une part significative du chiffre d'affaires du cabinet	Non
Acceptation d'une précédente mission d'expert sur la même société contestée	Non

En conséquence, JPA atteste de l'absence de tout lien, passé, présent ou futur connu, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, de nature à affecter son indépendance ou l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

2.4. Rémunération de l'expert

La rémunération de JPA au titre de la présente mission a été arrêtée sur une base forfaitaire (fourchette estimée entre 47 500 et 54 000 euros hors taxes, facturation finale : 53 000 euros hors taxes), indépendante du résultat de l'Offre, du nombre d'actions apportées et du sens des conclusions du présent rapport. Elle a fait l'objet d'une lettre de mission signée. Cette rémunération ne représente pas une part significative du chiffre d'affaires du cabinet.

Le volume d'heures passé par l'équipe JPA sur le dossier est de 232 heures.

2.5. Programme de travail et diligences effectuées

Nos travaux se sont déroulés de juillet à septembre 2026 selon un programme de travail structuré comprenant les phases suivantes :

- Prise de connaissance de l'Opération, de son contexte et de la documentation juridique (projet de note d'information, structure de l'actionnariat, mécanisme de complément de prix) ;
- Prise de connaissance de la Société, de ses quatre pôles d'activité et de son environnement économique et concurrentiel ;
- Analyse financière des comptes consolidés IFRS des exercices 2021 à 2025 et des contributions par pôle ;
- Revue critique des plans d'affaires par pôle approuvés par le conseil d'administration le 19 mai 2026, et appréciation de leur cohérence avec les performances historiques ;
- Appréciation de la cohérence et de la pertinence des rapports d'expertise immobilière et hôtelière établis par des tiers (Galtier Valuation, Stadim, REV UP Conseil, In Extenso)
- Mise en œuvre de nos propres travaux d'évaluation multicritères (actif net réévalué, analyse du cours de bourse, actif net comptable) formalisés dans un classeur de calculs paramétrable ;
- Examen de la valorisation proposée, entretien avec l'Établissement présentateur du projet d'offre et revue des hypothèses et des méthodes retenues ;
- Regard critique sur les hypothèses retenues contribuant à la valeur ainsi déterminée ;
- Incidence du mécanisme de complément de prix et des accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'Offre ;
- Revue et confrontation des éléments d'appréciation du prix établis par l'Établissement présentateur ;
- Rédaction du présent rapport et revue qualité indépendante interne.

Ces travaux ont donné lieu à des échanges avec la direction générale et la direction financière de la Société, portant notamment sur les perspectives des différents pôles, les hypothèses des plans d'affaires, les litiges en cours et le traitement du produit Intergamma, ainsi qu'avec l'Établissement présentateur.

La revue qualité indépendante

La revue indépendante a été effectuée par M. Hervé PUTEAUX, associé, expert-comptable et commissaire aux comptes, spécialiste en évaluation financière, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport.

Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux en matière d'évaluation.

Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet et l'équipe ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ses travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des signataires, l'appréciation et de la conclusion du rapport.

Les travaux de M. Hervé PUTEAUX ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les signataires.

Liste des personnes rencontrées :

M. Jean-Claude BOURRELIER : Président du groupe

M. Jean CRITON : administrateur indépendant du groupe

M. Benoît DUPONT : directeur financier du groupe

M. Nicolas CUNTZ : avocat en charge de l'opération de l'Offre Publique de Retrait

M. Maxime DUBREIL : responsable du dossier de valorisation chez la banque présentatrice INVEST SECURITIES

2.6. Informations et sources utilisées

Nos travaux ont reposé sur les principales informations et sources suivantes :

- Le rapport financier annuel 2025 et les comptes consolidés IFRS audités des exercices 2021 à 2025, ainsi que les liasses de consolidation par entité et par segment ;
- Les plans d'affaires par pôle 2026-2030 approuvés par le conseil d'administration le 19 mai 2026 ;
- Les rapports d'expertise immobilière (Galtier Valuation pour la France, mars 2026 ; Stadim pour la Belgique) et hôtelière (In Extenso pour Lord Byron et Mayflower, avril 2026), ainsi que les éléments de valorisation de l'hôtel Lumen ;

- Le rapport d'évaluation de l'Établissement présentateur (Invest Securities) et le projet de note d'information de l'Initiateur ;
- Les historiques de cours et de volumes (Refinitiv Eikon) et les données de marché relatives aux sociétés et transactions comparables ;
- Les données de taux et de primes de risque (Fairness Finance) et de primes de taille.

2.7. Limites des travaux

Conformément au cadre déontologique applicable, notre mission n'a pas consisté à auditer les comptes de la Société ni à contrôler les rapports d'expertise établis par des tiers, dont nous avons apprécié la cohérence, la méthodologie et la pertinence sans en reprendre les travaux ni engager notre responsabilité sur leur contenu.

Les plans d'affaires demeurent sous la responsabilité de la direction de la Société ; nous en avons examiné la construction et le caractère raisonnable, sans nous substituer aux organes de gouvernance. Nos analyses reposent sur des informations communiquées par la Société et par des tiers, présumées exactes et exhaustives, et n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante de leur véracité.

Nos conclusions s'apprécient à la date du présent rapport, sur la base des informations disponibles et des conditions de marché prévalant à cette date ; des événements postérieurs seraient susceptibles de les affecter.

3. Présentation de BOURRELIER GROUP

3.1. Historique

Fondée en 1975 par Monsieur Jean-Claude Bourrelier, l'enseigne Bricorama s'est développée dans la distribution de matériel de bricolage et a été introduite en bourse en 1996, dans l'optique de participer à la concentration d'un secteur français alors dominé par deux acteurs de très grande taille, Kingfisher/Castorama et Leroy Merlin. Confrontée à cette concurrence, la Société a exploré plusieurs voies de développement et de sortie de cote : une tentative de rachat des minoritaires par la voie d'un LBO en faveur des salariés en 2007, à 52 € par action, mise en échec par des actionnaires minoritaires disposant d'une minorité de blocage ; puis un projet de rapprochement avec Mr Bricolage en 2015, qui aurait permis de doubler la taille du groupe mais qui a été rejeté.

À la suite de l'échec de ce rapprochement structurant, Monsieur Jean-Claude Bourrelier a décidé, fin 2017, de céder les magasins Bricorama de France et d'Espagne ainsi que le bureau de sourcing asiatique au Groupement Les Mousquetaires, opération concrétisée en janvier 2018. La Société n'a dès lors conservé de son activité d'origine que les magasins exploités au Benelux sous franchise Intergamma et les murs de certains de ses anciens points de vente. Devenue un holding disposant d'une importante trésorerie issue de la cession, elle a entrepris de redéployer progressivement ces ressources dans de nouvelles activités : reprise de Mavic en 2020, développement du pôle Hôtellerie à partir de 2021 et constitution d'un portefeuille d'actifs immobiliers et financiers.

3.2. Structure juridique et organisation

BOURRELIER GROUP est la société mère d'un groupe organisé par pôles d'activité, chacun logé dans une ou plusieurs entités dédiées (activités de distribution au Benelux, Mavic pour l'Industrie, BG Hôtellerie pour l'Hôtellerie, et diverses entités pour l'immobilier et les participations financières). La holding assure le pilotage stratégique, l'allocation du capital et les fonctions support mutualisées, refacturées aux différentes filiales.

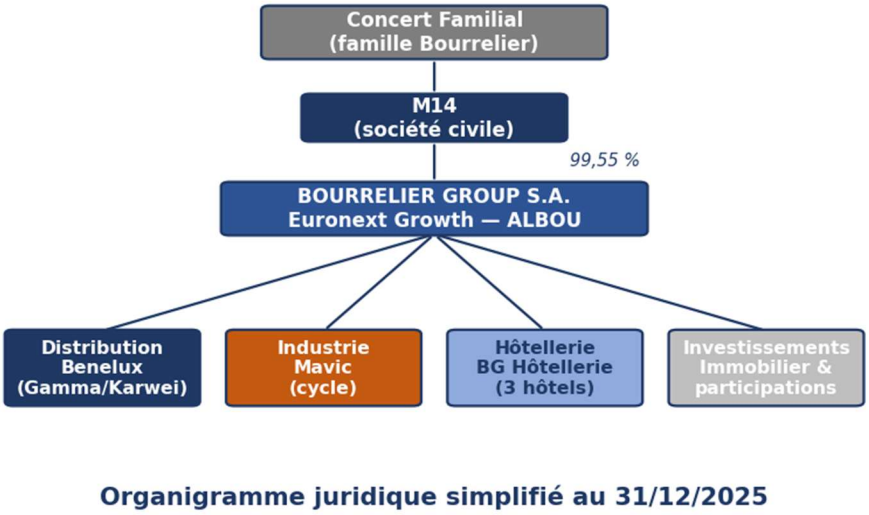


Figure 1 – Organigramme juridique simplifié au 31/12/2025

L'organigramme juridique détaillé du groupe au 31 décembre 2025, tel qu'il figure dans le rapport d'évaluation de l'Établissement présentateur, est reproduit ci-après. Il fait apparaître, sous BOURRELIER GROUP SA, les sociétés porteuses de chacun des pôles : sociétés civiles immobilières et entités BG (immobilier et investissements), entités néerlandaises et belges de distribution (BG Retail, Bouwmarkt…), sous-groupe Mavic (Industrie) et BG Hôtellerie (Lord Byron, Mayflower, entités hôtelières).

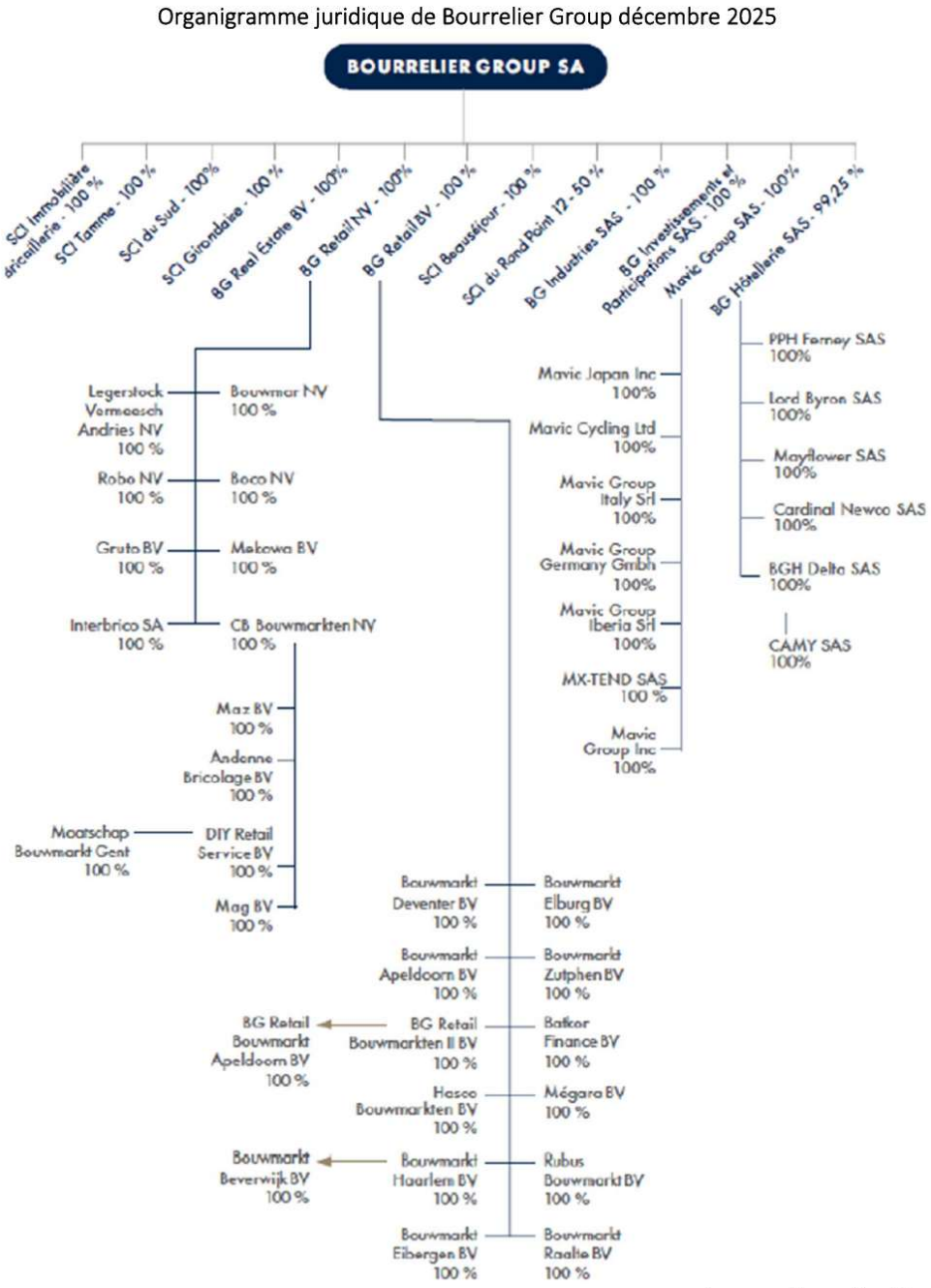


Figure 2 – Organigramme juridique détaillé du groupe au 31/12/2025 (source : Invest Securities / Bourrelier Group)

Le groupe est présent dans plusieurs pays : ses activités de distribution sont exploitées en Belgique et aux Pays-Bas, son pôle Hôtellerie et son siège en région parisienne, son patrimoine immobilier en France et en Belgique, son pôle Industrie dispose quant à lui de deux filiales de distribution (États-Unis, Japon) et de filiales commerciales en Allemagne, en Italie, en Espagne et au Royaume-Uni. La carte ci-après en présente une vue schématique.

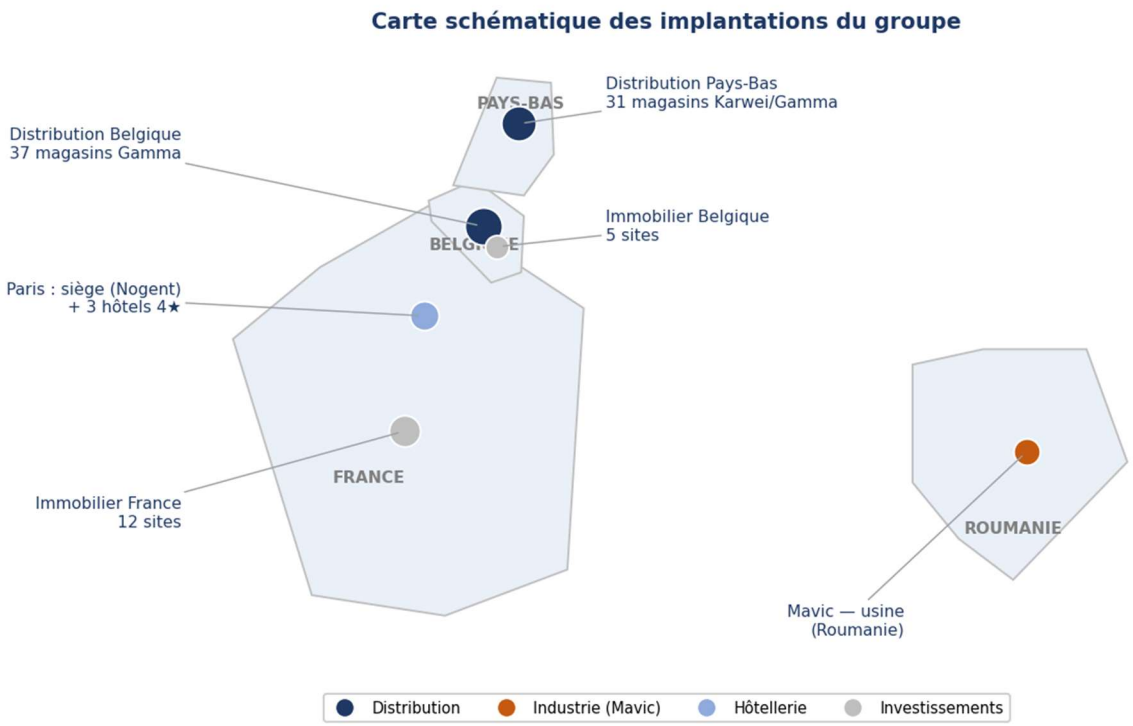


Figure 3 – Carte schématique des implantations du groupe

3.3. Pôle Distribution (Benelux)

Premier contributeur du groupe avec 83,8 % du chiffre d'affaires 2025 (251,2 M€), le pôle Distribution exploite un réseau de 68 magasins de bricolage, de jardinage et de décoration en Belgique et aux Pays-Bas, sous les enseignes Gamma et Karwei appartenant au groupe Intergamma, dont la Société est franchisée depuis 2002. Le parc se répartit en 37 magasins Gamma en Belgique, 23 magasins Karwei aux Pays-Bas et 8 magasins Gamma aux Pays-Bas.

Le modèle économique est celui d'un franchisé multi-magasins : la Société bénéficie de la centrale d'achats, des enseignes, de l'assortiment et de la politique commerciale d'Intergamma, en contrepartie de redevances, et perçoit des remises de fin d'année (RFA) indexées sur les volumes d'achats. Ce modèle se distingue de celui des groupes de distribution intégrés cotés, qui maîtrisent leur propre centrale d'achats et l'intégralité de leur stratégie d'enseigne, distinction essentielle pour l'appréciation des multiples de valorisation (cf. section 7). La Société a par ailleurs conduit ces dernières années une stratégie d'optimisation de son parc (fermeture de magasins déficitaires, rénovations et extensions, reconstructions), qui a permis de porter la marge d'EBITDA au-dessus de son niveau pré-Covid. La relation avec le franchiseur est toutefois marquée par un contentieux ancien (litige Intergamma, cf. sections 5.7 et 9).

3.4. Pôle Industrie (Mavic)

Le pôle Industrie correspond à Mavic, équipementier historique du cycle (roues, jantes et équipements pour cyclistes), dont BOURRELIER GROUP a repris les actifs en juillet 2020 dans le cadre d'une procédure de sauvegarde, moyennant une injection de 5 M€ en capital. En première année pleine de consolidation (2021), Mavic a contribué à hauteur de 55,6 M€ au chiffre d'affaires ; l'activité s'est ensuite fortement contractée, le chiffre d'affaires revenant à 34,6 M€ en 2025, sous l'effet d'un marché du cycle durablement déprimé après les surstocks constitués pendant la période Covid. Les pertes opérationnelles se sont creusées (EBITA de -9,1 M€ en 2025).

Pour redresser l'activité, la Société a engagé en octobre 2024 un plan de restructuration comprenant un plan de sauvegarde de l'emploi (PSE) et la fermeture du site de Saint-Trivier-sur-Moignans, l'internalisation de la production de jantes carbone en Roumanie et une réduction drastique de la structure de coûts. Le financement des pertes a été assuré par la maison mère via un compte courant qui atteint 43,7 M€ à fin 2025, s'ajoutant à l'apport initial de 5 M€. La direction estime avoir atteint la limite de son soutien et a mandaté en 2025 une banque d'affaires pour rechercher un actionnaire de référence ; cette démarche n'a pas abouti, les trois offres reçues de fonds de retournement ressortant en valeur négative (de -4 M€ à -10 M€).

3.5. Pôle Hôtellerie

Constitué depuis 2021, le pôle Hôtellerie regroupe, à fin 2025, trois hôtels quatre étoiles situés à Paris, détenus en murs et fonds :

- **Lord Byron** (52 clés, 5 rue Chateaubriand, Paris 8e), premier actif du pôle, acquis en mars 2021 via la prise de contrôle de Pierre Properties Hotels ; établissement affichant en 2025 un RevPAR de 237 € HT et un prix moyen de 274 € HT, supérieurs à la moyenne de son échantillon de référence ;
- **Mayflower Opéra** (54 clés, 34 rue de Moscou, Paris 8e), acquis en novembre 2022 (ex-Kapital Opéra), affichant en 2025 un RevPAR de 145 € HT ;
- **Lumen Paris-Louvre** (39 clés, 13-15 rue des Pyramides, Paris 1er), acquis en décembre 2025 sur la base d'une valeur d'entreprise de 35,9 M€, complétant le pôle.

Le chiffre d'affaires du pôle est passé de 1,5 M€ en 2021 (Lord Byron consolidé sur 8 mois) à 8,2 M€ en 2025. La rentabilité, structurellement élevée (marge d'EBITDA de 21 % en 2025), a été temporairement pénalisée en 2025 par des travaux de rénovation et un accroissement des investissements commerciaux visant à développer les réservations en direct, plus rémunératrices que celles réalisées via les agences en ligne. De plus, nous avons bien relevé et adapté nos travaux sur le fait que le groupe ne détient que 99,25 % de BG Hôtellerie SAS. Nous avons donc retraité les intérêts minoritaires de la trésorerie nette du pôle hôtelier.

3.6. Pôle Investissements

Le pôle Investissements regroupe deux typologies d'actifs. D'une part, un patrimoine immobilier de commerce, constitué des murs d'anciens magasins situés en France (une douzaine d'actifs) et de cinq actifs situés en Belgique, générant des revenus locatifs (4,9 M€ en 2025). D'autre part, un portefeuille de participations financières comprenant près d'une soixantaine de lignes (fonds d'infrastructures, FCPI/FCPR et participations minoritaires en capital), pour des montants unitaires compris entre 1 M€ et 4 M€, dont environ 70 % appelés à fin 2025. Ce pôle porte également les coûts de structure de la holding et refacture les services mutualisés aux autres entités.

3.7. Gouvernance

La Société est administrée par un conseil d'administration présidé par Monsieur Jean-Claude Bourrelier, également Président-Directeur Général. Le conseil comprend les membres de la famille Bourrelier (Jean-Michel, Annabelle et Yoann Bourrelier) ainsi qu'un administrateur indépendant, Monsieur Jean Criton, à l'initiative de la désignation de l'expert indépendant. La concentration du capital et la présence familiale au conseil justifient une vigilance particulière quant à la protection des intérêts des actionnaires minoritaires, à laquelle répond précisément l'intervention de l'expert indépendant.

4. Environnement économique et sectoriel

La valeur des différents pôles de BOURRELIER GROUP est indissociable de la dynamique de leurs marchés respectifs. Nous en présentons ci-après les principales caractéristiques, telles qu'elles ressortent de nos travaux et des informations publiques disponibles.

4.1. Le marché du bricolage en Europe et au Benelux

Le marché de l'amélioration de l'habitat (bricolage, jardinage, décoration) est un marché mature dans les économies d'Europe de l'Ouest, structurellement porté par l'ancienneté du parc de logements, la propension des ménages à réaliser eux-mêmes leurs travaux et, plus récemment, par les enjeux de rénovation énergétique. Après une phase d'hypercroissance pendant la période Covid (2020), portée par le report de consommation vers l'habitat, le secteur a connu une normalisation à partir de 2021, puis une croissance modérée. Au Benelux, où opère la Société, le marché se caractérise par une forte densité concurrentielle et par le poids des réseaux organisés (dont Intergamma avec ses enseignes Gamma et Karwei), ainsi que par la montée en puissance des acteurs de la vente en ligne. Dans ce contexte, la performance de la Société, croissance à périmètre comparable comprise entre +1,2 % et +2,7 % par an sur 2022-2025 et redressement de la marge d'EBITDA, traduit l'efficacité de sa stratégie d'optimisation du parc, sans pour autant l'affranchir des contraintes de son modèle de franchisé.

4.2. Le marché du cycle

Le marché mondial du cycle a connu un cycle d'expansion marqué pendant la période Covid, suivi d'une correction sévère à partir de 2022-2023, liée au déstockage massif des surstocks constitués par les distributeurs et les marques. Cette correction a durablement pesé sur les volumes et sur les prix, affectant l'ensemble de la chaîne de valeur, et en particulier les équipementiers de milieu et haut de gamme comme Mavic. Le retour à un équilibre de marché est attendu progressivement, à mesure de l'assainissement des stocks et de la reprise de la demande, mais demeure entouré d'une forte incertitude sur son calendrier et son ampleur. Les acteurs cotés du secteur (Shimano, Giant, Merida, Fox Factory, Halfords) présentent des profils très hétérogènes et une taille sans commune mesure avec celle de Mavic, ce qui limite la portée d'une valorisation par comparaison boursière.

4.3. L'hôtellerie parisienne haut de gamme

Le marché de l'hôtellerie parisienne quatre étoiles bénéficie d'un positionnement structurellement porteur, soutenu par l'attractivité touristique et d'affaires de la capitale et par une offre contrainte en cœur de ville. Après le rebond post-pandémie et l'effet ponctuel des Jeux Olympiques de 2024, les indicateurs de performance (taux d'occupation, prix moyen, RevPAR) se sont normalisés à des niveaux élevés. Les trois actifs de la Société, situés dans des emplacements recherchés (Paris 8e et Paris 1er), affichent des indicateurs de performance solides et ont fait l'objet d'expertises indépendantes récentes (cf. section 7.3), qui constituent la base la plus pertinente pour leur valorisation.

4.4. L'immobilier de commerce

Le patrimoine immobilier du pôle Investissements est constitué de murs de commerce, principalement d'anciens magasins de bricolage, situés en France et en Belgique. La valeur de ces actifs dépend de leur emplacement, de la qualité et de la durée résiduelle des baux, du profil des locataires et des taux de rendement exigés par le marché, lesquels ont été affectés par la remontée des taux d'intérêt intervenue depuis 2022. Ces actifs ont fait l'objet d'expertises indépendantes récentes en valeur vénale, qui fondent leur valorisation dans le cadre de l'ANR.

4.5. Environnement de taux et paramètres de marché

La détermination des taux d'actualisation retenus dans nos travaux s'inscrit dans l'environnement de taux constaté à la date de nos travaux.

- Le taux sans risque, apprécié par référence au rendement moyen, ressort à 3,15 % (source Fairness Finance Europe sur 6 mois).
- la prime de risque du marché actions français à 5,76 % (source Fairness Finance Europe sur 6 mois).

À ces paramètres s'ajoutent une prime de taille reflétant la dimension réduite des actifs valorisés et un bêta endetté issu d'un échantillon sectoriel.

Ces éléments sont détaillés, pôle par pôle, à la section 7.

5. Analyse financière 2021-2025

Notre analyse porte sur les comptes consolidés IFRS des exercices 2021 à 2025. Compte tenu de la nature de holding de la Société et de l'hétérogénéité de ses métiers, les agrégats consolidés doivent être lus avec prudence : c'est l'analyse par pôle qui est la plus riche d'enseignements.

5.1. Compte de résultat consolidé

En M€	2021	2022	2023	2024	2025
Chiffre d'affaires	**295,8**	**294,5**	**294,9**	**300,1**	**299,9**
Autres produits de l'activité	1,4	1,0	1,3	1,5	2,1
Achats consommés	-177,1	-174,8	-180,8	-183,4	-181,6
Charges de personnel	-48,1	-48,8	-49,9	-50,4	-50,4
Charges externes	-37,5	-33,7	-37,0	-36,9	-33,2
Impôts et taxes	-2,8	-2,9	-3,0	-4,6	-3,3
Autres produits et charges d'exploitation	-0,6	-0,5	0,6	0,4	-1,5
EBITDA publié	**31,1**	**34,7**	**26,1**	**26,7**	**32,0**
Dotations aux amortissements	-23,1	-24,5	-24,9	-26,1	-30,4
Dotations nettes aux provisions	-2,3	-2,4	-1,5	-5,3	1,8
Résultat opérationnel courant (EBITA)	**5,7**	**7,8**	**-0,3**	**-4,7**	**3,4**
Éléments exceptionnels	20,9	10,9	-0,1	-6,0	-1,9
Résultat opérationnel	**26,6**	**18,8**	**-0,3**	**-10,8**	**1,5**
Résultat financier	2,2	-4,7	8,0	13,5	15,9
Résultat avant impôt	**28,7**	**14,1**	**7,6**	**2,7**	**17,4**
Impôt sur les bénéfices	-6,9	-3,3	-4,4	-6,0	-7,3
Mise en équivalence & minoritaires	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1
Résultat net part du groupe	**22,2**	**10,9**	**3,5**	**-3,1**	**10,2**

Source : comptes consolidés BOURRELIER GROUP. Reprise en feuille « Hist » du classeur de calculs.

Le chiffre d'affaires global est demeuré stable autour de 295-300 M€ sur la période, la croissance régulière de la Distribution compensant le repli de l'Industrie. L'EBITDA publié (32,0 M€ en 2025) demeure solide, mais le résultat opérationnel courant, après amortissements et provisions, est réduit (de -4,7 M€ en 2024 à +3,4 M€ en 2025). En deçà de l'EBITA, les résultats sont marqués par des éléments exceptionnels par nature très volatils (de +20,9 M€ en 2021 à -6,0 M€ en 2024) comprenant notamment, en 2021, la perception de 4,7 M€ d'indemnités Intergamma et, en 2024, une provision de restructuration Mavic de 4,0 M€ partiellement reprise en 2025, ainsi que par un résultat financier également volatil (15,9 M€ en 2025, tiré des revenus et de la variation de juste valeur des actifs financiers). Il en résulte un résultat net part du groupe très variable d'un exercice à l'autre (de -3,1 M€ à +10,2 M€), non représentatif de la valeur intrinsèque des actifs, ce qui justifie le recours à une approche patrimoniale par l'ANR.

5.2. Analyse par pôle

La contribution de chaque pôle au chiffre d'affaires et au résultat opérationnel courant est détaillée ci-après.

Chiffre d'affaires – En M€	2021	2022	2023	2024	2025
Distribution	235,5	236,9	241,7	244,7	251,2
Industrie (Mavic)	55,6	50,3	42,6	43,9	34,6
Hôtellerie	1,5	4,2	7,6	7,5	8,2
Investissements	3,2	3,0	3,0	4,1	5,9
Total	**295,8**	**294,5**	**294,9**	**300,1**	**299,9**

EBITA – En M€	2021	2022	2023	2024	2025
Distribution	16,0	14,6	10,4	9,3	9,9
Industrie (Mavic)	-7,1	-5,4	-11,0	-13,7	-9,1
Hôtellerie	-0,3	0,7	2,2	2,0	1,7
Investissements	-2,9	-2,2	-2,0	-2,4	0,9
EBITA Groupe	**5,7**	**7,8**	**-0,3**	**-4,7**	**3,4**

La Distribution dégage une rentabilité récurrente (marge d'EBITA de 3,9 % en 2025, après un pic à près de 7 % en période Covid), tandis que Mavic supporte des pertes lourdes liées à sa restructuration. L'Hôtellerie est structurellement profitable, et le pôle Investissements,

qui porte les coûts de structure de la holding, a bénéficié en 2025 de la hausse des loyers et d'une reprise de provision.

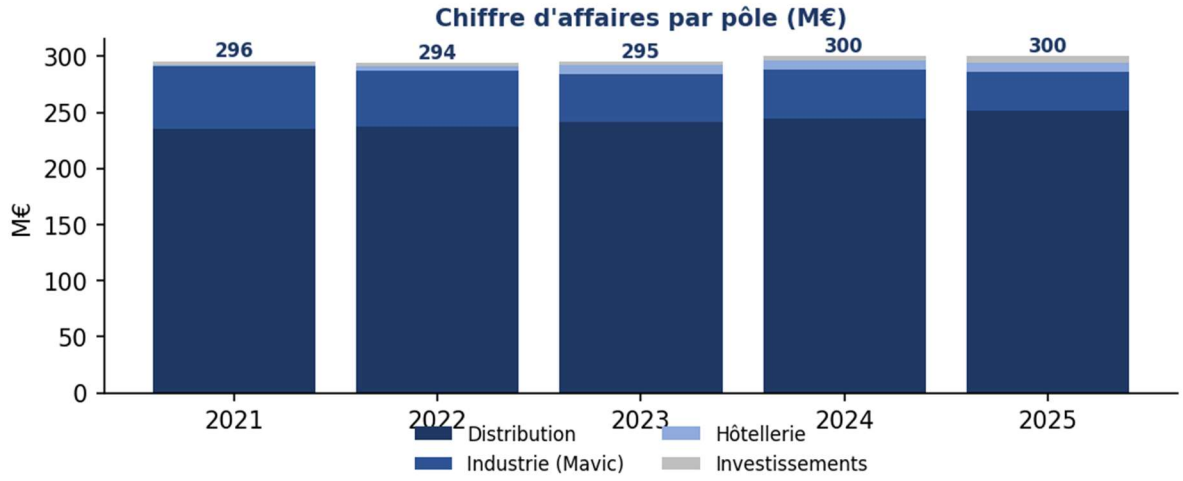


Figure 4 – Chiffre d'affaires par pôle 2021-2025

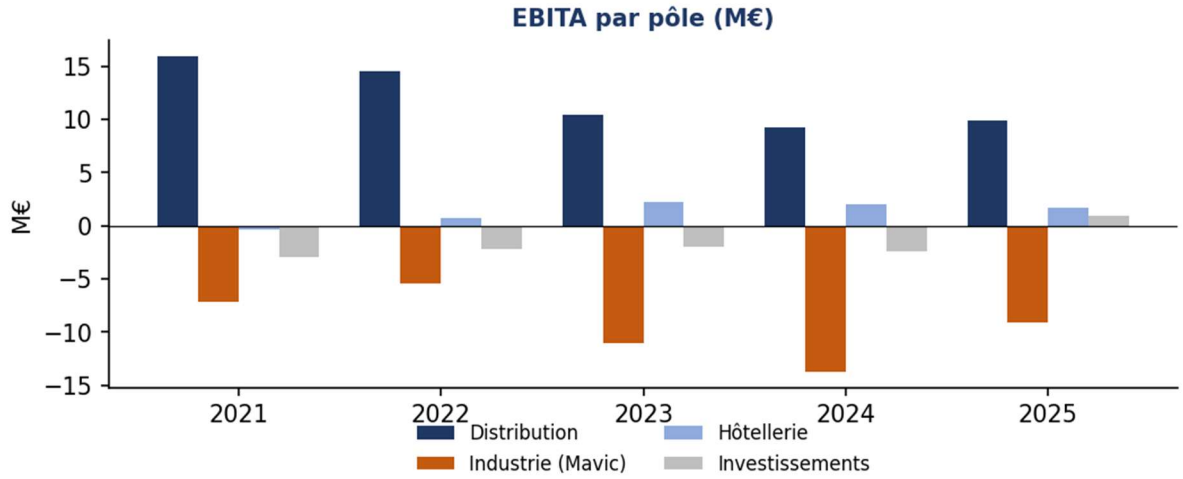


Figure 5 – EBITA par pôle 2021-2025

5.3. Bilan économique

En M€	2021	2022	2023	2024	2025
Goodwill	27,2	40,8	37,9	44,0	74,6
Droits d'utilisation (IFRS 16)	67,7	96,4	86,4	92,1	84,9
Immobilisations corporelles	70,9	89,9	86,6	108,2	107,9
Autres immobilisations incorporelles	3,8	3,4	3,3	2,1	0,5
Autres actifs non courants	30,0	39,0	45,3	54,7	61,7
Participations entreprises associées	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Stocks	76,0	87,6	81,0	83,1	79,9
Clients et autres actifs courants	35,6	31,3	33,6	27,4	29,8
Actifs financiers à la juste valeur	211,7	183,9	191,4	156,4	142,1
Trésorerie et équivalents	35,3	28,0	16,4	19,8	14,1
Total actif	**557,8**	**600,5**	**581,8**	**587,6**	**596,5**
Capitaux propres part du groupe	**354,5**	**365,8**	**369,3**	**352,0**	**362,2**
Intérêts minoritaires	4,8	4,8	4,7	0,1	0,1
Dettes financières	47,5	56,0	48,1	66,5	74,8
Dettes locatives (IFRS 16)	69,1	98,0	87,8	97,5	91,1
Provisions & engagements personnel	5,3	6,9	6,6	11,1	9,4
Fournisseurs & autres passifs	76,6	69,0	64,8	60,4	58,9
Total passif & capitaux propres	**557,8**	**600,5**	**581,8**	**587,6**	**596,5**

Source : comptes consolidés. Certaines lignes secondaires sont regroupées ; le détail figure en feuille « Hist ».

Au 31 décembre 2025, les capitaux propres part du groupe atteignent 362,2 M€. Les écarts d'acquisition (74,6 M€) progressent nettement avec l'acquisition de l'hôtel Lumen ; ils se rapportent pour l'essentiel aux pôles Hôtellerie et Distribution, celui relatif à Mavic ayant été intégralement déprécié dès 2023. Les immobilisations corporelles (107,9 M€) recouvrent les actifs hôteliers et immobiliers. Le principal actif du groupe demeure toutefois son portefeuille financier et sa trésorerie.

5.4. Besoin en fonds de roulement, trésorerie et endettement

Le besoin en fonds de roulement s'établit à 58,5 M€ à fin 2025, porté principalement par la Distribution (stocks des magasins) et, dans une moindre mesure, par Mavic. La trésorerie nette, hors dettes locatives IFRS 16, ressort à 81,4 M€, décomposée en 142,1 M€ d'actifs financiers à la juste valeur et 14,1 M€ de disponibilités, diminués de 74,8 M€ de dettes financières. Sa diminution de 28,7 M€ sur l'exercice tient principalement à l'acquisition de l'hôtel Lumen en fin d'année. La Société ne présente ainsi aucun endettement net et dispose d'une capacité d'investissement significative.

5.5. Litiges et passifs éventuels

Les principaux litiges et passifs éventuels identifiés sont les suivants :

- **Litige Intergamma :** contentieux opposant la Société à son franchiseur, ayant donné lieu à deux sentences du NAI le 27 octobre 2021 (3 210 470 € en principal, outre 1 209 526 € de frais et honoraires et des intérêts de retard), contestées par Intergamma devant la Cour d'Arnhem-Leeuwarden, laquelle a, le 7 mai 2024, renvoyé la cause devant le NAI ; les procédures arbitrales similaires portant sur 75 autres magasins (introduites le 13 avril 2022) ont été suspendues. Ce litige fait l'objet du mécanisme de complément de prix (cf. section 9) ;
- **Garantie de passif ITM :** provision de 2,0 M€ au titre de l'activation probable d'une garantie de passif par ITM Équipement de la Maison (Groupement Les Mousquetaires), dans le cadre de la cession de Bricorama ;
- **Litige hôtelier :** litige de voisinage (climatisation) couvert par une garantie de passif consentie lors de l'acquisition de l'hôtel concerné, qui devrait en couvrir l'intégralité ;
- **Reports déficitaires : la Société dispose d'importants reports déficitaires, soit 88,2 M€ en France (dont Industrie 30,8 M€ et Hôtellerie 8,6 M€), dont l'utilisation à court terme apparaît toutefois incertaine au regard des perspectives de résultats.** Cependant, nous avons pu utiliser dans nos calculs des DCF les reports déficitaires pour l'hôtel Lumen May Flower ainsi que pour l'activité industrielle de Mavic

5.6. Matrice SWOT

Atouts	Faiblesses
Trésorerie nette élevée (81 M€) et absence d'endettement ; pôle Distribution rentable et résilient ; actifs hôteliers et immobiliers de qualité récemment expertisés ; savoir-faire d'optimisation du parc de magasins.	Dépendance de la Distribution au franchiseur Intergamma (relation conflictuelle) ; pôle Industrie (Mavic) fortement déficitaire et à l'avenir incertain ; liquidité boursière quasi nulle ; forte hétérogénéité des métiers.
Opportunités	**Menaces**
Redéploiement de la trésorerie vers de nouveaux investissements ; poursuite de la montée en gamme du parc ; développement du pôle Hôtellerie ; potentiel de complément de prix Intergamma.	Marché du cycle durablement déprimé ; aléas juridiques (Intergamma, garantie ITM) ; pression sur les charges salariales au Benelux ; risque d'exécution de la restructuration Mavic ; remontée des taux pesant sur les actifs immobiliers.

5.7. Stratégie et allocation du capital : Présentation et hypothèses

Avec plus de 150 M€ d'actifs financiers et de trésorerie, le groupe privilégie le secteur hôtelier comme cible de redéploiement, sans qu'aucun projet concret ne soit à ce jour identifié. Cette orientation est cohérente avec l'ambition affichée sur le pôle Hôtellerie d'acquérir un hôtel par an, ambition toutefois freinée par le niveau de prix actuel du marché. La logique poursuivie relève davantage d'une approche patrimoniale et de long terme que d'une stratégie financière de rendement, et si un projet d'expansion a été évoqué par le management, il ne s'est pas encore matérialisé en engagement opérationnel.

Aucune distribution de dividende n'est prévue à court terme, à l'exception de celle intervenue en 2024. Concernant le litige Intergamma, le business plan n'intègre pas d'éventuel produit lié à son issue. Si 4,7 M€ ont déjà été perçus sur 3 à 4 magasins ayant fait l'objet d'un jugement, il s'agit d'un contentieux pur dont l'issue définitive n'est pas attendue avant 2028, avec une visibilité très faible sur ce dossier et un risque inverse de devoir reverser ces 4,7 M€ déjà encaissés.

Un point de vigilance majeur ressort des échanges : le franchiseur semble stratégiquement enclin à attendre l'issue du litige avant d'envisager toute opération capitalistique, ce qui serait d'ailleurs de nature à sécuriser la valorisation du mécanisme de complément de prix mis en place dans le cadre de l'Offre. Ce mécanisme, qui s'appliquerait en cas d'opération d'apport-cession, ne bénéficierait toutefois pas aux actionnaires ayant cédé leurs titres avant l'OPR, précisément du fait de ce litige en cours.

5.8. Gouvernance et fiabilité du business plan : Présentation et hypothèses

Le processus d'élaboration et d'approbation du business plan s'inscrit dans un contexte de renouvellement de la gouvernance du groupe, en cours : l'administrateur indépendant a été renouvelé, ce qui traduit une volonté de gouvernance pérenne et de continuité dans le pilotage.

S'agissant de la cohérence entre le business plan et les reportings mensuels, l'atterrissage 2026 constaté à date apparaît globalement en ligne avec les prévisions, à l'exception notable de Mavic dont l'atterrissage traîne par rapport au plan. Le reste du périmètre ressort, selon la dernière publication, légèrement meilleur qu'espéré.

Le management a identifié plusieurs risques susceptibles de remettre en cause le business plan, avec des degrés de gravité variables selon les divisions.

Le risque le plus significatif concerne Mavic, où subsiste un décalage structurel entre un effectif dimensionné pour un chiffre d'affaires de 100 M€ et un chiffre d'affaires réel de seulement 30 M€ en 2025, la moitié des ventes étant par ailleurs réalisée en B2B auprès de fabricants de vélos eux-mêmes fragilisés. la valorisation de Mavic est d'ailleurs estimée négative par plusieurs repreneurs potentiels, dans une fourchette de -4 à -10 M€.

La restructuration en cours (nouvelle direction, plan de sauvegarde de l'emploi, réinternalisation de fonctions clés) n'a pas permis, à ce stade, de tenir les perspectives du business plan, même si une légère amélioration est attendue sur l'exercice 2026. Un signal positif indirect est toutefois relevé par le management : une reprise de marché anticipée, ainsi que la cession récente du concurrent Lapierre à rapprocher des difficultés du groupe Accell, qui illustrent la fragilité de l'ensemble du secteur du cycle.

Sur le pôle Hôtellerie, aucun ralentissement n'est perçu au niveau du groupe, malgré un contexte sectoriel national plus terne, ce secteur demeurant structurellement sensible à la conjoncture économique ; une légère surévaluation est néanmoins constatée sur certains actifs.

Sur la Distribution au Benelux, le marché belge apparaît plus dégradé que celui des Pays-Bas, le droit social belge coûteux compliquant toute opération de restructuration, tandis que le litige Intergamma en cours rend la négociation du contrat de franchise délicate. Une piste d'optimisation a été identifiée, consistant en la fermeture des magasins déficitaires, mais elle reste à documenter plus précisément.

Enfin, le pôle immobilier logé dans les SCI présente un risque jugé limité, la situation locative étant stable (100 % d'occupation) et aucun développement stratégique n'étant prévu sur ce périmètre.

6. Méthodologie d'évaluation

La détermination de la valeur des actions BOURRELIER GROUP repose sur une approche multicritère. Compte tenu de la nature de holding de diversification de la Société et de l'hétérogénéité de ses actifs, la méthode centrale est l'approche patrimoniale par l'actif net réévalué (ANR), qui consiste à valoriser séparément chaque pôle selon la méthode la plus adaptée, puis à en faire la somme après prise en compte de la trésorerie nette ajustée et des frais de structure. Les autres références sont retenues à titre indicatif. Chaque pôle a été valorisé en valeur d'entreprise ; la trésorerie nette globale consolidée est ensuite prise en compte pour la valorisation des fonds propres du groupe.

6.1. Approches écartées

6.1.1. Actualisation des flux de trésorerie au niveau consolidé

Une actualisation des flux de trésorerie appréhendant le groupe dans son ensemble n'est pas pertinente : les résultats consolidés sont irréguliers, car ils proviennent d'activités hétérogènes et résultent de la détention et de la cession de participations de natures très différentes.

La méthode DCF est en revanche mobilisée, au sein de l'ANR, pour valoriser les pôles Distribution, Hôtellerie et Industrie, qui présentent des flux prévisionnels identifiables.

6.1.2. Comparables boursiers et transactions au niveau du groupe

Aucun échantillon de sociétés cotées ni de transactions n'est représentatif d'un ensemble aussi spécifique qu'un holding réunissant distribution sous franchise, industrie du cycle, hôtellerie et immobilier.

Ces méthodes sont néanmoins employées, au sein de l'ANR, pour valoriser les activités de Distribution (comparables et transaction) et, à titre indicatif, Mavic.

6.1.3. Actualisation des dividendes

La Société ne distribue pas de dividende et n'a pas vocation à le faire à court terme, sa trésorerie ayant vocation à financer son développement. Cette méthode n'est donc pas pertinente.

6.1.4. Objectifs de cours des analystes

Le titre ne fait l'objet d'aucun suivi par des analystes financiers ; cette référence est indisponible.

6.2. Approches retenues

- **à titre principal :** l'actif net réévalué (ANR), méthode la plus adaptée à une société holding ;
- **à titre indicatif :** l'analyse du cours de bourse, l'actif net comptable consolidé et la référence à l'offre publique de retrait de 2021.

7. Évaluation par l'actif net réévalué

Nous avons procédé à l'évaluation de BOURRELIER GROUP, en valeur de marché à la date du 31 décembre 2025, sur la base des principaux actifs et passifs réévalués de la Société, des business plans disponibles et des expertises immobilières disponibles. Nous avons demandé les comptes au 30 juin 2026, cependant ceux-ci ne sont pas disponibles au jour de nos travaux.

La direction financière nous a confirmé l'absence d'événements significatifs non pris en compte dans les plans d'affaires ainsi qu'une faible variation de la trésorerie nette.

Les données publiées au 30 juin 2026 indiquent néanmoins une tendance en légère amélioration par rapport aux prévisions sans préjuger de la fin de l'année 2026.

L'ANR correspond à la somme des valeurs des quatre pôles, augmentée de la trésorerie nette ajustée et diminuée de la valeur actualisée des frais de holding. L'intégralité des calculs figure, sous forme paramétrable, dans le classeur de calculs annexé.

7.1. Pôle Distribution (Benelux)

Les activités de Distribution ont été valorisées selon une approche multicritère combinant une actualisation des flux de trésorerie, une valorisation par comparables boursiers et une référence à une transaction comparable interne.

7.1.1. Distribution (Benelux) : présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses

Le plan d'affaires de la division Distribution, élaboré par la direction opérationnelle sur la base des reportings mensuels de chaque centre de profit et de coût, retient une croissance modérée du chiffre d'affaires (+1,7 % de TMVA sur 2026-2030) combinée à une dégradation progressive de la marge d'EBITDA, de 6,4 % en 2025 à 5,5 % en 2030.

Selon les échanges tenus avec le management, cette dégradation de marge relève d'une hypothèse de prudence plutôt que de la traduction d'une tendance structurelle identifiée (dégradation du mix produit, pression concurrentielle en ligne, ou hausse mécanique des charges salariales néerlandaises). Elle intègre notamment la possibilité, non encore arbitrée à ce stade, d'une ou plusieurs fermetures de magasins déficitaires en Belgique sur l'horizon du plan. Le BP étant construit à périmètre constant, ces fermetures potentielles ne sont pas mécaniquement traduites dans les chiffres présentés ; le risque financier associé, de l'ordre de 1 M€ de coûts par magasin fermé avant un retour à la rentabilité dans la durée, contribue néanmoins à expliquer la marge de prudence retenue sur la trajectoire de marge.

En matière d'investissement, le plan retient une croissance contenue (+1,5 % par an au-delà de 2026) et des capex limités à la seule maintenance du parc existant (0,8 % du chiffre d'affaires). Le management a confirmé qu'aucun projet de croissance externe, d'ouverture de nouveaux magasins ou de développement significatif de l'e-commerce n'est intégré au plan à ce stade. La stratégie retenue privilégie une stabilisation du réseau actuel de magasins, assortie d'une amélioration de la rentabilité des points de vente existants, plutôt qu'une expansion du réseau.

La relation avec le franchiseur Intergamma constitue un facteur structurant du modèle économique de la division. Le contrat-cadre liant le groupe à Intergamma est un contrat imposé, dont les conditions ne sont pas négociables à l'initiative du franchisé et dont la sortie est difficile. Le management souhaite une renégociation de ses termes, dans un contexte par ailleurs marqué par un contentieux toujours en cours entre les deux groupes.

Les remises de fin d'année (RFA) perçues auprès d'Intergamma représentent une composante significative de la marge de la division. Le plan d'affaires retient un taux de RFA de 12,4 %, contre une moyenne sur 5 ans de 11,5 % utilisée par la société dans son propre plan d'affaires, taux retraité à la hausse par Invest Securities sur la base d'une moyenne 3 ans, jugée plus représentative de la progression récente des taux constatés.

7.1.2. Composition et évolution du parc de magasins

Les activités de Distribution reposent sur un réseau de 68 magasins exploités sous franchise Intergamma, répartis entre la Belgique et les Pays-Bas comme suit.

Enseigne / Pays	Nombre de magasins
Gamma – Belgique	37
Karwei – Pays-Bas	23
Gamma – Pays-Bas	8
Total	**68**

Le plan d'affaires est élaboré par la direction opérationnelle sur la base des reportings mensuels de chaque centre de profit et de coût, puis agrégé et communiqué au périmètre Benelux consolidé. L'exercice 2026 est marqué par plusieurs mouvements de parc dont l'effet net sur l'EBITDA est légèrement positif, les magasins fermés présentant un EBITDA négatif.

Mouvement	Magasin	Période
Reconstruction (montée en puissance)	Kuurne (Belgique)	2025
Déménagement (doublement de surface)	Brugge Sud – Oskamp (BE)	2025-2026
Déménagement (doublement de surface)	Herentals (BE)	2025-2026
Ouverture	Mol (BE)	févr. 2026
Fermeture (EBITDA négatif)	Marcinelle (BE)	déc. 2025
Fermeture (EBITDA négatif)	Uccle (BE)	juin 2026
Fermeture (EBITDA négatif)	Mechelen (BE)	juin 2026

Il n'existe pas, dans le cadre de la mission, de compte de résultat prévisionnel établi magasin par magasin : le plan d'affaires est construit au périmètre Benelux consolidé à partir de l'agrégation des reportings mensuels de chaque point de vente.

7.1.3. Hypothèses du plan d'affaires et retraitement des remises de fin d'année

Les principales hypothèses du plan d'affaires 2026-2030 approuvé par le conseil d'administration le 19 mai 2026 sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires :** +2,8 % en 2026 (effet favorable des mouvements de parc décrits ci-dessus), puis +1,5 % par an, soit un taux de croissance annuel moyen d'environ +1,7 % ;
- **Marge brute :** stable sur la période, à environ 35,5 % du chiffre d'affaires ;
- **Charges de personnel :** en hausse d'environ +2,5 % par an, tenant compte notamment de la réduction des aides et avantages salariaux aux Pays-Bas ;
- **Marge d'EBITDA (hors IFRS 16) :** en légère dégradation, de 6,4 % en 2025 à environ 5,5 % en 2030 ;
- **Investissements :** limités à environ 0,8 % du chiffre d'affaires (maintenance), les investissements de croissance des magasins étant concentrés sur 2026 ;
- **Besoin en fonds de roulement :** ramené de 69 jours de chiffre d'affaires en 2025 à 60 jours à l'horizon de la période d'extrapolation.

En M€	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Chiffre d'affaires	251,1	258,1	261,9	265,9	269,9	273,9
EBITDA (plan, hors IFRS 16)	16,0	15,4	15,1	15,1	15,1	15,0
Marge d'EBITDA	6,4 %	6,0 %	5,8 %	5,7 %	5,6 %	5,5 %

Source : plan d'affaires Benelux du 19/05/2026 (avant retraitement des RFA).

Nous avons procédé à un retraitement des remises de fin d'année (RFA) versées par le franchiseur : la Société les estime sur la base d'une moyenne quinquennale (11,5 %) ; compte tenu de la progression des taux constatée sur les derniers exercices, nous retenons une moyenne triennale (12,4 %), ce qui rehausse l'EBITDA prévisionnel d'environ +1 M€ par an sur 2026-2030. C'est cet EBITDA ajusté qui alimente notre actualisation des flux, présentée ci-après.

7.1.4. Actualisation des flux de trésorerie

Nous nous sommes appuyés sur le plan d'affaires 2026-2030 approuvé par le conseil d'administration le 19 mai 2026. Le plan retient une croissance modérée du chiffre d'affaires (TCAM d'environ +1,5 %) et une marge d'EBITDA hors IFRS 16 se stabilisant autour de 6 %. Nous avons retenu, comme l'Établissement présentateur, une estimation prudente des remises de fin d'année fondée sur la moyenne des trois derniers exercices. Les flux, présentés ci-dessous, ont été actualisés selon la convention de milieu d'année au coût des capitaux propres, égal au coût moyen pondéré du capital compte tenu d'un levier nul (la Distribution affichant une trésorerie nette positive).

en M€	2025 r	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	NORMATIF à l'infini
Chiffre d'affaires	251,2	258,1	261,9	265,9	269,9	273,9	278,0085
Variation		2,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
EBITDA ajusté (hors IFRS 16)	13,6	16,8	16,5	16,4	16,5	16,5	16,7475
EBITDA / CA	5,4%	6,5%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	6,0%
Amortissements	(4,4)	(4,1)	(3,9)	(3,4)	(3,4)	(2,9)	(2,0)
Résultat d'exploitation (EBIT)	**9,2**	**12,7**	**12,6**	**13,0**	**13,1**	**13,6**	**14,7**
Impôt normatif sur EBIT	(2,3)	(3,2)	(3,2)	(3,3)	(3,3)	(3,4)	(3,7)
Investissements (capex)	(3,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
BFR (jours de CA)	69 j	65 j	64 j	63 j	63 j	62 j	62,0
BFR (M€)	47,5	46,0	45,9	45,9	46,6	46,5	
Variation de BFR (- = besoin)		1,5	0,0	0,0	(0,7)	0,1	0,1
Flux de trésorerie disponible (FCF)		**13,1**	**11,4**	**11,2**	**10,5**	**11,2**	**11,1**
Période d'actualisation (mi-année)		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Facteur d'actualisation		0,950	0,857	0,773	0,697	0,628	0,628
FCF actualisé		**12,5**	**9,8**	**8,6**	**7,3**	**7,0**	

En M€. Source : Bourrelier Group, Plans d'affaires du 19/05/2026, onglet BENELUX.

Valorisation DCF	
Somme des FCF actualisés	**45,2**
FCF normatif	11,2
Valeur terminale (Gordon) = FCFn×(1+g)/	120,4
Valeur terminale actualisée	75,7
Valeur d'entreprise Distribution (DCF)	**120,9**

Le coût du capital est construit selon le modèle d'équilibre des actifs financiers :

Paramètre	Valeur	Source
Taux sans risque (Europe)	3,15 %	Fairness Finance 6 mois
Prime de risque de marché (Europe)	5,76 %	Fairness Finance 6 mois
Bêta désendetté	0,54	Échantillon sectoriel
Prime de taille	4,59 %	Fairness Finance 120 M
Coût du capital (WACC)	**10,88 %**	= 3,15 %+0,54×5,76 %+4,59 %

Le calcul du WACC se fait de la manière suivante :

Taux sans risque + Beta du marché * prime de marché + prime de taille

Après actualisation des flux et prise en compte d'une valeur terminale déterminée par capitalisation à l'infini d'un flux normatif croissant à +1,5 %, la valeur d'entreprise de la Distribution **ressort à 120,9 M€** en scénario central.

L'analyse de sensibilité au coût du capital et au taux de croissance à l'infini est présentée ci-dessous.

Tx croissance \ WACC	9,88%	10,38%	10,88%	11,38%	11,88%
2,00%	143,9	135,3	127,7	120,9	114,8
1,75%	139,5	131,4	124,2	117,8	111,9
1,50%	135,3	127,7	**120,9**	114,8	109,2
1,25%	131,4	124,2	117,8	111,9	106,7
1,00%	127,7	120,9	114,8	109,2	104,2

En M€. Source : Interne JPA.

La valeur d'entreprise ressort ainsi dans une fourchette de 114,9 M€ à 122,3 M€, avec une valeur centrale de **120,9 M€.**

7.1.5. Comparables boursiers

Un échantillon restreint de trois sociétés cotées a été retenu au titre de comparables du pôle Distribution bricolage de Bourrelier Group, chacune illustrant un angle de comparabilité différent, qu'il s'agisse du modèle économique, de la taille ou de la gouvernance actionnariale.

- *Mr Bricolage SA* est un distributeur français d'articles de bricolage, jardinage et décoration, coté sur Euronext Paris et historiquement issu d'une coopérative de quincailliers indépendants fondée dans les années 1960. La société constitue le comparable le plus pertinent au regard du modèle économique : depuis son recentrage stratégique de 2020, le groupe tire l'essentiel de ses revenus de l'animation d'un réseau d'adhérents et de franchisés, structure proche de celle du pôle Distribution de Bourrelier Group vis-à-vis d'Intergamma. La société partage par ailleurs une gouvernance d'origine familiale et une cotation sur un compartiment de petite capitalisation d'Euronext Paris.

- *Byggmax Group AB* est un distributeur suédois de matériaux de construction à prix réduit, positionné sur le marché nordique du bricolage (bois, isolation, outillage, peintures) et coté au Nasdaq Stockholm. La société a été retenue en raison de sa proximité de taille : sa valeur d'entreprise (484 M€) est la plus proche de celle de Bourrelier Group (259 M€) au sein de l'échantillon élargi, avec un positionnement de distributeur discount comparable à celui de l'enseigne Gamma sur son marché.

- *Hornbach Baumarkt AG* est le principal distributeur de bricolage en Allemagne en chiffre d'affaires par mètre carré, filiale cotée du groupe familial Hornbach et présente dans plusieurs pays d'Europe centrale. La société a enfin été conservée à titre de référence de marché : leader du bricolage sous contrôle familial historique, elle partage avec Bourrelier Group une gouvernance actionnariale concentrée, bien que son échelle (valeur d'entreprise de 3 617 M€, soit environ 14 fois celle de Bourrelier Group) limite sa comparabilité directe en termes de valorisation relative.

- *Kingfisher plc* est le premier distributeur européen d'articles de bricolage et de jardinage, coté à la Bourse de Londres, exploitant notamment les enseignes B&Q et Screwfix au Royaume-Uni, ainsi que Castorama et Brico Dépôt en France. La société a été retenue à titre de référence de marché, en tant que leader sectoriel largement diversifié géographiquement (Royaume-Uni, France, Pologne, Espagne/Portugal), bien que son échelle (valeur d'entreprise d'environ 8 010 M€, soit environ 31 fois celle de Bourrelier Group) et sa gouvernance actionnariale dispersée (capital largement flottant, sans actionnaire de contrôle familial) limitent sa comparabilité directe en termes de valorisation relative.

Société	Capitalisation	EV/EBITDA 2026e	Beta
Bourrelier Group SA	419 318 518,20	8,21	0,12
Mr Bricolage	41 574 584,00	6,12	0,17
Byggmax	270 407 041,93	5,46	0,89
Hornbach	1 972 022 220,00	5,73	0,20
Kingfisher	6 104 293 389,97	5,79	1,50
Médiane	**1 121 214 631**	**5,76x**	**0,54x**
Moyenne	**2 097 074 309**	**5,77**	**0,69**

Échantillon de sociétés cotées comparables, Pôle Distribution (Bourrelier Group)

Source : LSEG/Refinitiv (Grid Export), au 1er septembre 2026, Identifiants Refinitiv (RIC)

Le choix de l'EBITDA comme base d'application du multiple de comparables boursiers (plutôt que le chiffre d'affaires ou l'EBIT) répond à plusieurs considérations :

Meilleure homogénéité observée sur l'échantillon

Les multiples d'EV/EBITDA de l'échantillon retenu (Mr Bricolage, Byggmax, Hornbach) présentent une dispersion nettement plus faible (écart-type de 0,33x pour une moyenne de 5,77x) que les multiples d'EV/CA ou d'EV/EBIT, ce qui renforce la robustesse statistique de la médiane comme référence de valorisation.

Cohérence avec le retraitement IFRS 16

L'EBITDA est l'agrégat directement affecté par le traitement comptable des loyers sous IFRS 16 (capitalisation du droit d'utilisation, sortie du loyer de l'EBITDA). C'est précisément à ce niveau qu'intervient le retraitement de neutralisation (+17,3 M€) permettant de rendre l'EBITDA de Bourrelier comparable à celui, publié en IFRS, des sociétés de l'échantillon. Un multiple d'EBIT ou de résultat net aurait nécessité des retraitements plus complexes et moins directement quantifiables (amortissement du droit d'utilisation, charge d'intérêt sur dette locative).

Indicateur usuel du secteur de la distribution

L'EV/EBITDA est le multiple de référence communément utilisé pour valoriser les enseignes de distribution physique, car il reflète la capacité du réseau de magasins à générer du cash avant charges de structure financières et fiscales – des éléments qui varient fortement selon la structure de financement et le régime fiscal de chaque société, sans lien avec la performance opérationnelle du réseau lui-même.

L'EBITDA 2026 des activités Distribution, tel qu'issu du plan d'affaires, s'établit à 16,8 M€ hors IFRS 16 (les loyers y sont traités comme une charge opérationnelle). Afin de rendre cet agrégat comparable à celui des sociétés de l'échantillon qui publient toutes leurs comptes en IFRS, norme sous laquelle les loyers ne pèsent plus sur l'EBITDA mais sont remplacés par un amortissement du droit d'utilisation et une charge d'intérêt logés sous l'EBITDA, nous neutralisons l'impact des loyers IFRS 16 à hauteur de 17,3 M€. Ce montant correspond à la charge de loyer annuelle du parc de magasins Distribution qui, sous IFRS 16, ne transite plus par l'EBITDA : le réintégrer permet de replacer l'EBITDA de Bourrelier sur la même base comptable que celle des comparables cotés. **L'EBITDA ajusté ressort ainsi à 34,1 M€ (16,8 + 17,3).**

Ce retraitement n'a en revanche pas lieu d'être dans l'approche DCF : celle-ci actualise des flux de trésorerie disponibles construits de bout en bout hors IFRS 16 (loyers en charge d'exploitation, hors dettes locatives), de sorte que le coût des loyers est déjà intégralement reflété dans les flux actualisés. Ajouter les +17,3 M€ dans le DCF reviendrait à gonfler artificiellement les flux sans retirer en contrepartie les dettes locatives capitalisées, ce qui surévaluerait la société ; nous avons donc imputé les dettes locatives pour intégrer les effets d'IFRS 16.

Appliqué à cet EBITDA ajusté de 34,1 M€, le multiple EV/EBITDA médian de notre échantillon de comparables (5,76x) conduit à une valeur d'entreprise de **196,4 M€**.

Aucune décote de franchiseur supplémentaire n'a été appliquée dans la mesure où le modèle de franchise intègre déjà cette pénalisation à deux niveaux : au niveau des flux, via les redevances versées au franchiseur (droits d'entrée, royalties sur le chiffre d'affaires, contributions publicitaires), directement déduites des cash-flows normatifs projetés ; et au niveau du bilan/de la valorisation, via la décote déjà appliquée à l'indemnité Intergamma, liée au litige en cours avec le franchiseur.

Ces deux ajustements se traduisant déjà mécaniquement par une valorisation inférieure à celle d'un exploitant indépendant, l'application d'une décote de franchiseur additionnelle aurait constitué un double comptage.

Nous déduisons en revanche la dette locative liée au retraitement IFRS 16, soit **86,6 M€.**

Application aux activités Distribution

EBITDA Distribution 2026e (base IFRS 16)	34,1
VE brute (médiane EV/EBITDA 2026e)	196,4
VE brute (Moyenne EV/EBITDA 2026e)	196,9
Dette locative (IFRS 16)	86,6
VE Distribution – fourchette basse (après décote)	**109,8**
VE Distribution – fourchette haute (après décote)	**110,3**
VE Distribution – comparables (central)	**110,0**

Concernant l'évaluation du pôle Distribution (magasins de bricolage), la valeur d'entreprise ressort à **110 M€**.

7.1.6. Transaction intragroupe

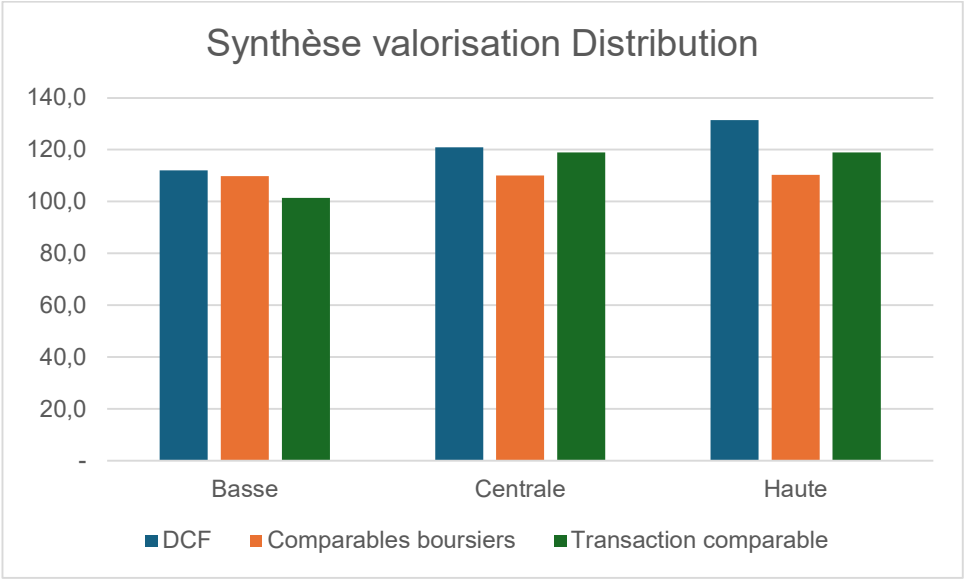
La réorganisation intragroupe des activités belges, intervenue en juillet 2024, par laquelle la filiale belge a été portée à 100 %, a été réalisée sur la base d'un multiple de 6,5x l'EBITDA normalisé (hors IFRS 16). Bien qu'intragroupe, cette opération peut constituer une référence pertinente, reflétant les métriques de valorisation observées par la direction sur sa zone de chalandise pour des ensembles de magasins. Appliqué à l'EBITDA ajusté 2026, ce multiple conduit à une valeur de l'ordre de 119 M€, en retrait par rapport aux autres approches.

	2025	2026e
Multiple de transaction (EV/EBITDA)	6,50x	6,50x
EBITDA après ajustement RFA (hors IFRS 16)	15,6	18,3
VE Distribution (=multiple×EBITDA)	**101,4**	**119,0**

7.1.7. Synthèse du pôle Distribution

En retenant les trois approches, la valeur d'entreprise de la Distribution ressort dans une fourchette de **101,4 M€ à 131,4 M€**.

Méthode	Basse	Centrale	Haute
DCF	111,9	120,9	131,4
Comparables boursiers	109,8	110,0	110,3
Transaction comparable	101,4	119,0	119,0



7.2. Pôle Industrie (Mavic)

Mavic est en restructuration et son retour à l'équilibre n'est pas acquis : le risque de non-retournement de la société ne peut être écarté. Nous avons donc retenu trois approches : un scénario de continuité (DCF), une valorisation par comparables boursiers et un scénario de liquidation.

7.2.1. Industrie (Mavic) : présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses

Le plan d'affaires de Mavic table sur un rebond marqué du chiffre d'affaires de +20 % en 2027, après plusieurs années consécutives de baisse. Ce rebond repose sur une hypothèse de reprise de marché anticipée, et non sur des commandes ou contrats déjà fermes et sécurisés. Il s'appuie sur une stratégie d'innovation produits et de redéploiement de la marque, visant à repositionner l'offre sur des segments plus recherchés par le marché.

Le management indique que cette reprise tarde à se matérialiser et cite les difficultés rencontrées par le groupe Lapierre, révélatrices de la persistance des tensions sur l'ensemble du marché du cycle.

Un apport intragroupe de près de 50 M€ a déjà été consenti par le groupe à sa filiale. Une créance au titre du Crédit d'Impôt Recherche (CIR), pour 2,1 M€ au titre des exercices 2022 à 2024, demeure bloquée, son déblocage étant néanmoins en cours. Sur le plan comptable, le goodwill de Mavic fait déjà l'objet d'une provision à 100 %, des dépréciations d'actifs ont été constatées sur 2023-2025, et des dépréciations de créances ont également été enregistrées dans les comptes sociaux de la société mère/holding.

La trajectoire de restructuration sous-tendant le retour à l'équilibre d'EBITDA en 2027 et à un FCF positif en 2029 vise un point mort de chiffre d'affaires situé entre 40 et 45 M€. Sur l'exercice 2026, la perte anticipée devrait être légèrement inférieure à celle constatée sur les exercices précédents, traduisant une première amélioration avant l'atteinte de l'équilibre visé l'année suivante. Le management qualifie ce plan de « projet industriel à dimension familiale », formule qui suggère un engagement de long terme excédant la seule logique de rentabilité financière.

Sur le financement du besoin de trésorerie de Mavic jusqu'en 2029 et l'éventualité d'un scénario de cession ou d'adossement, la société ayant reçu trois offres de reprise valorisées négativement, les échanges tenus avec le management n'ont pas encore permis d'obtenir une réponse complète.

Enfin, s'agissant de la suffisance des dépréciations d'actifs, le management indique que 100 % du compte courant est déprécié dans les comptes sociaux, et que le groupe a par ailleurs apporté 1,5 M€ additionnels en 2026.

7.2.2. Actualisation des flux de trésorerie (scénario de continuité)

Le plan d'affaires de Mavic reflète donc un redimensionnement visant un retour à l'équilibre de l'EBITDA en 2027 et une génération de flux positifs à partir de 2028-2029. Les flux sont actualisés au coût du capital de 16,78 %. Ce niveau élevé, qui intègre une prime de taille de 7,56 %, traduit le risque d'exécution d'un plan de retournement dont les hypothèses demeurent incertaines.

en M€	2025 r	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Normatif infini
Chiffre d'affaires	34,6	34,0	40,8	44,9	47,2	49,5	50,2
EBITDA ajusté (hors IFRS 16)	(5,4)	(6,3)	(0,8)	0,5	1,3	2,2	2,2
EBITDA / CA	-15,6 %	-18,5 %	-2,0 %	1,1 %	2,8 %	4,4 %	4,4 %
Amortissements	(3,8)	(1,9)	(1,6)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,0)
Résultat d'exploitation (EBIT)	**(9,2)**	**(8,2)**	**(2,4)**	**(0,9)**	**(0,1)**	**0,8**	**1,2**
Impôt normatif sur EBIT							
Investissements (capex)	(1,0)	(0,3)	(0,5)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(1,0)
BFR (jours de CA)	134 j	110 j	95 j	80 j	70 j	60 j	60,0
BFR (M€)	12,7	10,2	10,6	9,8	9,1	8,1	8,3
Variation de BFR		2,5	(0,4)	0,8	0,8	0,9	0,9
Flux de trésorerie disponible (FCF)		**(4,1)**	**(1,7)**	**0,4**	**1,2**	**2,1**	**2,1**
Période (mi-année)		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Facteur d'actualisation		0,925	0,792	0,679	0,581	0,498	0,498
FCF actualisé		**(3,8)**	**(1,3)**	**0,3**	**0,7**	**1,1**	

En M€. Source : Bourrelier Group, Plans d'affaires du 19/05/2026, onglet MAVIC.

Valorisation Mavic

Somme des FCF actualisés	**(3,2)**
FCF normatif	2,1
Valeur terminale (Gordon)	14,3
Valeur terminale actualisée	7,1
Valeur d'entreprise Industrie (DCF)	**3,9**

Nous avons repris le business plan établi par le management, en neutralisant toutefois la charge d'impôt compte tenu des déficits fiscaux reportables des exercices antérieurs.

Paramètre	Valeur	Source
Taux sans risque (Europe)	3,15 %	Fairness Finance 6 mois
Prime de risque de marché (Europe)	5,76 %	Fairness Finance 6 mois
Bêta désendetté	1,05	Moyenne des bêtas observés (Bike24, WS WeSports Group, Halfords ; LSEG/Refinitiv)
Prime de taille	7,56 %	Fairness Finance, appliquée à la taille de Mavic
Coût du capital (WACC)	**16,78 %**	

Le bêta retenu (1,05) est la moyenne arithmétique des bêtas observés (source LSEG/Refinitiv) des comparables cotés retenus au titre de la distribution spécialisée sport et cycle, à savoir Bike24 Holding AG (0,70), WS WeSports Group AB (0,58) et Halfords Group plc (1,88) ; cf. détail au §7.2.4.

Le bêta élevé de Halfords (1,88) reflète la diversification du groupe vers les activités de service et d'entretien automobile (Autocentres) et son empreinte locative importante, tandis que Bike24 et WS WeSports Group, plus proches du modèle de distribution spécialisée pure de Mavic, présentent des bêtas inférieurs à 1.

Le coût du capital ainsi obtenu (16,78 %), sensiblement supérieur à celui de la Distribution (11,08 %), reflète le profil de risque d'une activité aujourd'hui non rentable : Mavic n'a pas encore renoué avec un EBITDA positif, traverse une restructuration dont l'issue reste incertaine, et n'offre pas la visibilité de flux qu'attendent des investisseurs en contrepartie du risque pris. Ce niveau élevé, qui pénalise mécaniquement la valeur actualisée des flux futurs, est le résultat logique de cette absence de rentabilité plutôt qu'un choix méthodologique isolé ; il constitue à ce titre davantage un plancher qu'un niveau normatif de long terme, ce que corrobore l'analyse de sensibilité présentée ci-après.

Il en résulte une valeur d'entreprise, en scénario de continuité, de l'ordre de **3,9 M €.**

L'analyse de sensibilité au coût du capital et au taux de croissance à l'infini est présentée ci-dessous.

Tx croissance \ WACC	16,68 %	16,73 %	16,78 %	16,83 %	16,88 %
2,00 %	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0
1,75 %	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
1,50 %	4,0	4,0	**3,9**	3,9	3,9
1,25 %	3,9	3,9	3,9	3,9	3,8
1,00 %	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8

Il est à noter que la société Mavic dispose d'un report déficitaire utilisable d'environ 30,8 M€, susceptible de réduire l'impôt sur les sociétés dû sur ses résultats futurs. Ce déficit reportable constitue un actif d'impôt différé potentiel, non nécessairement reflété dans l'actif net comptable présenté ci-avant, et dont la mobilisation effective reste soumise aux règles de plafonnement d'imputation en vigueur ainsi qu'à la capacité bénéficiaire future de l'entité.

7.2.3. Scénario de liquidation

La direction estime avoir atteint la limite de son soutien financier à Mavic. La recherche d'un actionnaire de référence, conduite en 2025 avec l'appui d'une banque d'affaires, n'a abouti qu'à trois offres de fonds de retournement, toutes assorties d'une valeur négative (de -4 M€ à -10 M€). Dans ce contexte, un scénario de liquidation ne peut être écarté ; il conduirait à une valeur d'entreprise recouvrée nulle.

7.2.4. Comparables du secteur du cycle

L'échantillon retenu comprend trois distributeurs cotés spécialisés dans le sport et le cycle, plus étroitement comparables au métier de distribution de Mavic :

- *Bike24 Holding AG* est un distributeur allemand coté sur le marché réglementé de la Deutsche Börse (Francfort), opérant une plateforme e-commerce pure spécialisée dans le cycle (pièces, accessoires, vêtements, vélos classiques et électriques). Il s'agit du comparable le plus proche de Mavic en termes de canal de distribution digital et de spécialisation sectorielle, sous réserve d'un modèle sans réseau physique ni activité de fabrication.

- *WS WeSports Group AB (publ)* est un groupe spécialiste nordique de la distribution d'équipements sport et loisirs, coté sur Nasdaq First North Premier Growth Market (Stockholm) depuis décembre 2025, actif notamment dans le cycle (marques Bikester, Cykelkraft) aux côtés du fitness, du running et du ski. Sa taille (EV de 184 M€) et son profil de holding multi-spécialiste en font une référence pertinente de distribution sport diversifiée incluant le cycle.

- *Halfords Group plc* est un distributeur et prestataire de services britannique coté à la Bourse de Londres (LSE), combinant un réseau de magasins de vente de cycles et de pièces automobiles (segment Retail) et une activité d'entretien-réparation (segment Autocentres). Sa diversification vers les services automobiles et sa taille sensiblement supérieure aux deux autres comparables (EV de 585 M€) limitent sa comparabilité directe, mais il demeure une référence de marché pour la distribution cycle au Royaume-Uni.

Société	EV (M€, FY0)	EV/CA FY0	Beta
Bike24	155,1	0,54	0,7
WS WeSports Group	184	0,65	0,58
Halfords	585,1	0,28	1,88
Médiane	**184**	**0,54**	**0,7**
Moyenne	**308,07**	**0,49**	**1,05**

Source : LSEG/Refinitiv (Grid Export), au 19 août 2026.

Nous avons retenu le multiple de chiffre d'affaires comme méthode de valorisation, l'EBITDA de la société ne devenant positif qu'à compter de 2028, ce qui rend les multiples usuels d'EBITDA ou d'EBIT non pertinents sur l'horizon considéré. Appliquée au chiffre d'affaires 2026e de Mavic (34,0 M€, cf. §7.2.2), la médiane de l'échantillon (EV/CA de 0,54x) conduit à une valeur avant décote de l'ordre de **18,4 M€.**

Nous appliquons à cette valeur une **décote de taille de 60 %**, conforme aux données publiées par la revue de la CCEF Convergence 2025 pour le pôle distribution de produits non essentiels, qui reflète l'écart de taille et de liquidité entre Mavic, actif non coté, en restructuration et d'une valeur de quelques millions d'euros, et les trois comparables cotés retenus, dont la capitalisation boursière est sans commune mesure. Après décote, la valeur d'entreprise ressort à **6,7 M€** (médiane), dans une fourchette de 6,7 M€ à 7,3 M€ après application de la même décote aux bornes de l'intervalle. Cette fourchette post-décote est sensiblement supérieure à celle du DCF (3,86 M€ à 4,02 M€, cf. §7.2.2) et la recoupe désormais partiellement, ce qui conforte la cohérence d'ensemble de la valorisation.

Application aux activités Industrie

Chiffre d'Affaires Industrie	34,0
VE brute (médiane EV/CA 2026e)	18,4
VE brute (Moyenne EV/CA 2026e)	16,7
Décote de taille	60 %
VE Industrie - fourchette basse (après décote)	**6,7**
VE Industrie - fourchette haute (après décote)	**7,3**
VE Industrie - comparables (central)	**6,7**

Les multiples d'EV/EBITDA ne sont en revanche pas exploitables sur l'horizon explicite, l'EBITDA de Mavic demeurant négatif ou marginal jusqu'en 2028.

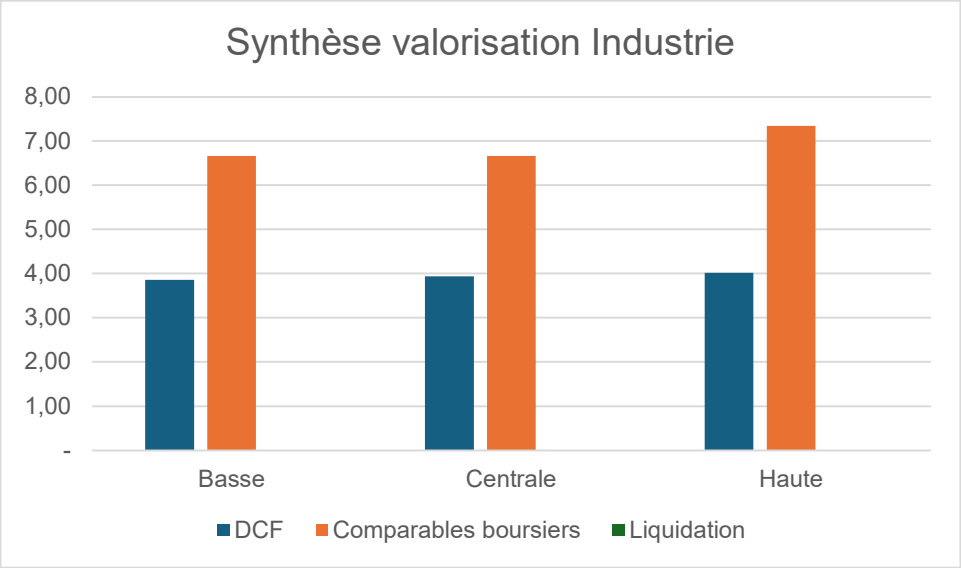
Compte tenu de la décote de taille désormais appliquée, qui rapproche cette approche du DCF, la méthode des comparables boursiers est retenue au titre de recoupement dans la synthèse ci-après.

7.2.5. Synthèse du pôle Industrie

En retenant la moyenne équipondérée des trois approches (DCF, comparables boursiers après décote de taille et scénario de liquidation), la valeur d'entreprise de Mavic ressort à 3,53 M€ en valeur centrale, légèrement inférieure à celle retenue par l'Établissement présentateur (6 M€). Compte tenu de la faible pondération de ce pôle dans l'ANR (moins de 2 % de la valeur), cet écart est sans incidence significative sur la conclusion.

Méthode	Basse	Centrale	Haute
DCF	3,86	3,94	4,02
Comparables boursiers	6,66	6,66	7,34
Liquidation	0,00	0,00	0,00

La valeur d'entreprise ressort ainsi dans une fourchette de **0 M€** à **7,34M**€.



7.3. Pôle Hôtellerie

Le pôle Hôtellerie regroupe trois hôtels quatre étoiles parisiens détenus en murs et fonds de commerce. Chacun a fait l'objet d'une évaluation par un expert indépendant : les hôtels Lord Byron et Mayflower ont été évalués par In Extenso Tourisme, Culture & Hôtellerie (rapports du 28 avril 2026, date de valeur au 31 décembre 2025), et l'hôtel Lumen a fait l'objet d'un avis de valeur à la même date, intégrant son projet de rénovation. Nous avons apprécié la méthodologie, les hypothèses et la cohérence de ces travaux, que nous exposons ci-après de manière détaillée.

L'organigramme juridique fait apparaître que BG Hôtellerie SAS n'est détenue qu'à 99,25 % par Bourrelier Group SA, et non à 100 %. C'est le résultat d'un changement récent de structure capitalistique. Le groupe n'a initialement acquis que 51,5 % du capital de PPH (l'ancien nom de BG Hôtellerie) en mars 2021, lors de son entrée dans l'hôtellerie avec le Lord Byron. Ce n'est qu'en mars 2024 que Bourrelier Group a racheté les parts du principal coassocié de PPH pour porter sa participation à son niveau quasi-total actuel.

Les activités du pôle Hôtellerie ont été valorisées selon une approche multicritère combinant une actualisation des flux de trésorerie, une valorisation par comparables de transactions et les expertises hôtelières issues des rapports d'experts.

7.3.1. Hôtellerie : présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses

Le projet de rénovation de l'hôtel Lumen (environ 5 M€ de capex en 2027) porte son chiffre d'affaires projeté de 3,3 M€ à 4,8 M€ (+45 %) en 2028. Ce projet repose principalement sur une augmentation du nombre de chambres et un rajeunissement de l'établissement, sans changement de catégorie prévu : l'hôtel conserve son positionnement 4 étoiles. La croissance du chiffre d'affaires provient donc essentiellement d'un effet volume (capacité additionnelle), complété d'un possible effet prix lié à la montée en gamme du produit rénové, plutôt que d'un repositionnement vers une catégorie supérieure.

Les niveaux d'EBITDAR retenus dans le plan (43 % à 45 % du chiffre d'affaires) sont exprimés après management fees, versés à BG Hôtellerie, la holding du pôle, détenue à 99,25 % par le groupe. Une ligne retraitée des management fees (c'est-à-dire hors cette charge intragroupe) a par ailleurs été ajoutée dans le plan, permettant de visualiser la marge de chaque hôtel indépendamment de ce flux.

S'agissant du développement futur du pôle, un projet d'extension du parc hôtelier au-delà des trois actifs actuellement détenus (Lord Byron, Mayflower, Lumen) est bien envisagé par le groupe. Ce projet demeure toutefois à un stade d'intention : aucun actif cible n'a été identifié à ce jour, et il ne s'agit pas encore d'un plan opérationnel engagé.

7.3.2. Hôtel Lord Byron

Hôtel 4 étoiles de 52 chambres situé 5 rue Chateaubriand (Paris 8e), à proximité des Champs-Élysées. L'établissement affiche les meilleurs indicateurs d'exploitation du pôle, supérieurs à la moyenne de son échantillon de référence.

Indicateur	2023	2024	2025
Taux d'occupation	78,0 %	75,9 %	86,4 %
Prix moyen chambre (RMC, € HT)	294	304	274
RevPAR (€ HT)	229	230	237
Chiffre d'affaires total (k€)	4 571	4 684	4 855
Marge d'EBITDA	47,7 %	48,0 %	44,2 %

Source : expertise In Extenso TCH (Hôtel Lord Byron, avril 2026).

7.3.3. Hôtel Mayflower Opéra

Hôtel 4 étoiles de 54 chambres situé 34 rue de Moscou (Paris 8e), dans le quartier de l'Europe. Après un point bas en 2024, ses indicateurs se sont redressés en 2025 :

- RevPAR de 145 € HT,
- prix moyen stable à 184 € HT,
- taux d'occupation en hausse à environ 79 %.

Indicateur	2023	2024	2025
Taux d'occupation	71,8 %	74,1 %	78,8 %
Prix moyen chambre (RMC, € HT)	210	183	184
RevPAR (€ HT)	151	136	145
Chiffre d'affaires total (k€)	2 815	3 036	3 157
Marge d'EBITDA	37,4 %	38,6 %	42,3 %

Source : expertise In Extenso TCH (Hôtel Mayflower Opéra, avril 2026).

7.3.4. Hôtel Lumen Paris-Louvre

Hôtel 4 étoiles de 39 chambres (portées à 42 dans le cadre du projet de rénovation) situé 13-15 rue des Pyramides (Paris 1er), sur un site « prime » proche du Louvre et de l'avenue de l'Opéra. Acquis en décembre 2025, l'établissement fait l'objet d'un avis de valeur intégrant un projet de rénovation complète (budget d'environ 5 M€ prévu en 2027 selon le BP du management) destiné à relever son RevPAR, aujourd'hui inférieur à celui du marché parisien haut de gamme de référence.

Indicateur	2023	2024	2025
Taux d'occupation	76,0 %	63,0 %	57,0 %
Prix moyen chambre (PM, € HT)	246	310	300
RevPAR (€ HT)	188	196	171
Chiffre d'affaires total (k€)	2 916	3 137	2 707
Marge d'EBITDAR	28,0 %	28,0 %	15,0 %

Source : RevUp Conseil, Avis de valeur Hôtel Lumen Paris Louvre au 31/12/2025 (version finale, 17/03/2026).

Les prix d'acquisition des 3 hôtels du pôle hôtellerie sont les suivants :

Hôtel	Prix d'acquisition	Date d'acquisition
Hôtel Lord Byron	33,5 M€	2021
Hôtel Mayflower Opéra	27,6 M€	Novembre 2022
Hôtel Lumen Paris-Louvre	35,9 M€ (valeur d'entreprise)	Décembre 2025
Total	96,9 M€	-

Source : rapport d'évaluation Invest Securities.

La valeur d'entreprise cumulée d'acquisition des 3 hôtels est de **96,9 M€.**

7.3.5. Application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie

7.3.6. Coût du capital (WACC) du secteur hôtelier

Le taux d'actualisation retenu pour l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels des actifs hôteliers (Hôtel Lord Byron, Hôtel Mayflower Opéra, Hôtel Lumen Paris-Louvre) a été déterminé par recoupement entre l'approche par capitalisation directe et l'approche DCF, selon la relation de Gordon-Shapiro :

WACC = Taux de capitalisation + taux d'inflation

Le taux de capitalisation retenu s'appuie sur les données de marché les plus récentes disponibles. Selon le Panorama du marché hôtelier France de Christie & Co (mai 2026, données T1 2026), Paris et l'Île-de-France devraient rester la principale locomotive transactionnelle en 2026 avec des rendements prime stables entre 4,75 % et 5,25 %. Ce niveau s'inscrit dans un contexte de taux d'intérêt stabilisés proches de 2 %, avec une hausse d'un point anticipée mi-2026, et de baisse de la confiance des investisseurs face à un environnement économique et politique dégradé, facteurs de nature à maintenir une pression haussière sur les rendements exigés pour ce type d'actif.

S'agissant du segment de l'hôtellerie de luxe et patrimoniale, pertinent pour les trois actifs 4 étoiles parisiens objets de la présente expertise, les études sectorielles convergent sur une dynamique de « prime de rareté ». D'après France Épargne, citant les publications de JLL (Global Hotel Investment Outlook 2026) et Cushman & Wakefield (Hotel Investor Compass 2026), l'hôtellerie haut de gamme s'impose en 2026 comme la classe d'actifs privilégiée des investisseurs, portée par une demande fortunée en expansion et une offre neuve verrouillée, et la France figure parmi les trois marchés les plus convoités du continent. Cette rareté structurelle justifie de retenir la borne basse de la fourchette de rendements prime (4,75 %) comme référence unique pour des actifs de cette qualité et de cette localisation, plutôt qu'un taux de capitalisation générique de marché, et permet d'isoler l'effet de la seule variable de croissance dans la construction de la fourchette de WACC.

Afin d'encadrer l'incertitude sur l'évolution des prix à moyen terme, une fourchette de taux de croissance perpétuelle a été retenue entre 1,5 % (cible d'inflation de long terme de la BCE) et 1,8 % (scénario légèrement plus dynamique, cohérent avec les tensions inflationnistes observées sur les coûts de construction et d'exploitation évoquées dans le Panorama Christie & Co). Ce choix reflète le fait que les revenus locatifs et les cash-flows normatifs d'un actif hôtelier sont structurellement indexés sur l'inflation (indices ILC/ICC/ILAT, clauses d'indexation des baux commerciaux).

Il en résulte une fourchette de WACC comprise entre :

Composante	Taux de base	Prime d'inflation	WACC
Borne basse	4,75 %	1,50 %	**6,25 %**

Cette fourchette encadre le taux d'actualisation retenu pour les tests de sensibilité du DCF et sera confrontée aux autres approches à titre de recoupement.

Sources : Christie & Co, Panorama Marché Hôtelier France, mai 2026 (T1 2026) ; France Épargne, « Châteaux-hôtels : l'actif trophée gagnant de 2026 », citant JLL Global Hotel Investment 2026 et Cushman & Wakefield Hotel Investor Compass 2026.

7.3.7. Actualisation des flux de trésorerie (DCF)

Nous avons basé nos travaux sur le plan d'affaires 2026-2030 du pôle Hôtellerie, détaillé hôtel par hôtel (Lumen, Lord Byron, Mayflower) et consolidé.

Détail du plan d'affaires par hôtel (2026-2030)

Le plan d'affaires 2026-2030 est décliné hôtel par hôtel (mappings 2 à 4 de l'onglet BGH), le mapping 1 correspondant à la consolidation du pôle Hôtellerie présentée ci-dessus.

Hôtel Lumen Paris-Louvre

Année	2026	2027	2028	2029	2030
CA	3,27	3,21	4,82	4,93	5,06
EBITDA	1,16	1,01	2,19	2,24	2,30
Marge EBITDA	35,6 %	31,4 %	45,3 %	45,4 %	45,5 %
Mgmt fees	0,13	0,13	0,19	0,20	0,20
EBITDA retraité	1,29	1,13	2,38	2,44	2,50
Marge retraitée	39,6 %	35,4 %	49,3 %	49,4 %	49,5 %
Capex renouv.	-0,10	-5,10	-0,14	-0,15	-0,15
NOI	1,20	-3,96	2,24	2,29	2,35

En M€. Source : Bourrelier Group, Plans d'affaires du 19/05/2026, onglet BGH (mapping 2 - Lumen). EBITDA = EBITDAR Hôtellerie ; EBITDA retraité = après retraitement des management fees versés à BG Hôtellerie ; le capex de rénovation de l'hôtel (5,10 M€) est concentré sur 2027.

Hôtel Lord Byron

Année	2026	2027	2028	2029	2030
CA	5,02	5,19	5,34	5,48	5,63
EBITDA	2,23	2,34	2,42	2,49	2,56
Marge EBITDA	44,5 %	45,2 %	45,4 %	45,4 %	45,5 %
Mgmt fees	0,20	0,21	0,21	0,22	0,23
EBITDA retraité	2,43	2,55	2,64	2,71	2,79
Marge retraitée	48,5 %	49,2 %	49,4 %	49,4 %	49,5 %
Capex renouv.	-0,15	-0,16	-0,16	-0,16	-0,17
NOI	2,28	2,40	2,47	2,54	2,62

En M€. Source : Bourrelier Group, Plans d'affaires du 19/05/2026, onglet BGH (mapping 3 - Lord Byron).

Hôtel Mayflower Opéra

Année	2026	2027	2028	2029	2030
CA	3,16	3,31	3,42	3,51	3,62
EBITDA	1,34	1,41	1,47	1,52	1,72
Marge EBITDA	42,3 %	42,6 %	43,0 %	43,2 %	47,4 %
Management fees	0,13	0,13	0,14	0,14	0,00
EBITDA retraité	1,46	1,54	1,61	1,66	1,72
Marge retraitée	46,3 %	46,6 %	47,0 %	47,2 %	47,4 %
Capex renouv.	-0,09	-0,70	-0,10	-0,11	-0,11
NOI	1,37	0,85	1,50	1,55	1,61

En M€. Source : Bourrelier Group, Plans d'affaires du 19/05/2026, onglet BGH (mapping 4 - Mayflower). Les management fees versés à BG Hôtellerie s'annulent en 2030 dans le plan d'affaires transmis par la société.

Plan d'affaire consolidé des 3 hôtels jusqu'en 2030 :

Année	2026	2027	2028	2029	2030	NORMATIF à l'infini
CA	11,44	11,70	13,58	13,92	14,31	14,52
Variation		2,3%	16,1%	2,5%	2,8%	1,5%
EBITDA	4,73	4,76	6,08	6,24	6,43	6,53
EBITDA/CA	41,3%	40,7%	44,8%	44,8%	44,9%	44,9%
Amortissements	1,94	1,99	2,31	2,37	2,43	2,47
EBIT	**2,8**	**2,8**	**3,8**	**3,9**	**4,0**	**4,1**
Impôt	0,00	0,00	-0,16	-0,97	-1,00	-1,02
Capex	-0,34	-5,95	-0,41	-0,42	-0,43	-0,44
BFR (jours de CA)	37,60	37,60	37,60	37,60	37,60	37,6
BFR (M€)	1,18	1,21	1,40	1,43	1,47	
Variation de BFR		-0,03	-0,19	-0,04	-0,04	-0,04
FCF	**4,39**	**-1,22**	**5,32**	**4,82**	**4,96**	**5,03**
Période d'actualisation (mi-année)	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Facteur d'actualisation	**0,97**	**0,91**	**0,86**	**0,81**	**0,76**	**0,76**
FCF actualisé	**4,3**	**(1,1)**	**4,6**	**3,9**	**3,8**	

En M€. Source : Bourrelier Group, Plans d'affaires du 19/05/2026, onglet BGH.

Pour le calcul de l'EBIT, nous nous sommes appuyés sur les références historiques issues des comptes sectoriels (P&L Sectoriel) 2024 et 2025, faisant ressortir un taux de marge EBIT/CA d'environ 17 %, retenu comme hypothèse de projection.

Le plan d'affaires fait apparaître un flux de trésorerie négatif en 2027 (−1,88 M€), lié à la concentration du budget de rénovation de l'Hôtel Lumen Paris-Louvre (5,95 M€ de capex sur ce seul exercice, contre un capex normatif de l'ordre de 0,3-0,4 M€ les autres années, principalement sur l'Hôtel Lumen).

L'EBITDA consolidé du pôle progresse de 4,73 M€ en 2026 à 6,43 M€ en 2030 (+36 %), porté par la montée en gamme de l'Hôtel Lumen post-rénovation et la croissance organique de Lord Byron et Mayflower Opéra.

Il est à noter que certaines entités du pôle Hôtellerie disposent de reports déficitaires fiscaux mobilisables, susceptibles de réduire l'impôt sur les sociétés dû sur leurs résultats futurs. Ainsi, la société Hôtel Lumen dispose d'un report déficitaire utilisable d'environ 8,6 M€, tandis que la société Mayflower dispose d'un report déficitaire utilisable de 657 K€. Ces déficits reportables constituent un actif d'impôt différé potentiel, non nécessairement reflété dans l'actif net comptable présenté ci-avant, et dont la mobilisation effective reste soumise aux règles de plafonnement d'imputation en vigueur ainsi qu'à la capacité bénéficiaire future de chaque entité.

7.3.8. Valeur d'entreprise centrale

Nous avons une valeur centrale de **97,3 M€** de valeur d'entreprise en scénario central sur la base du business plan consolidé des 3 hôtels.

7.3.9. Analyse de sensibilité

Tx croissance \ WACC	5,64%	5,94%	6,25%	6,56%	6,89%
2,00%	126,9	117,4	108,7	101,3	94,5
1,75%	118,8	110,3	102,7	96,0	89,9
1,50%	111,6	104,1	**97,3**	91,3	85,7
1,25%	105,2	98,6	92,4	87,0	81,9
1,00%	99,6	93,6	88,0	83,1	78,4

La valeur d'entreprise des 3 hôtels ressort ainsi dans une fourchette de 87 M€ à 110,3 M€, avec une valeur centrale de 97,3 M€.

7.3.10. Transactions hôtelières comparables

Cette approche reprend les deux transactions hôtelières correspondant aux deux premiers comparables 4 étoiles identifiés dans le fichier de travail dédié (export CAUDIA croisé avec les PDF d'apports de titres/augmentations de capital) : Hôtel George Washington, Hôtel Rochambeau (exploitant l'Hôtel Park Lane Paris). Ces deux hôtels partagent avec le pôle Hôtellerie de Bourrelier Group un positionnement comparable : établissements 4 étoiles parisiens de taille moyenne (26 à 58 chambres), exploités en direct (murs et fonds de commerce).

7.3.11. Caractéristiques des opérations

Hôtel	Catégorie / Chambres	CA (€)	EBITDA (€)	VE/CA	VE/EBITDA	Valeur d'entreprise (€)
Hôtel George Washington 43 rue Washington, 75008 Paris	4★ / 26 ch.	1 389 410 €	387 391 €	6,32x	22,68x	8 785 746 €
Hôtel Rochambeau (Park Lane Paris) 4 rue La Boétie, 75008 Paris	4★ / 48 ch.	1 815 815 €	422 660 €	5,05x	21,71x	9 175 956 €

Source : fichier de travail « CAUDIA – Hôtels 4 étoiles », croisant l'export CAUDIA (dénomination, SIREN, adresse) et les rapports de commissaire aux apports / d'augmentation de capital correspondants.

7.3.12. Application à l'EBITDA du pôle Hôtellerie

Société	EV	EV/EBITDA
Hôtel George Washington	8 785 746,00	22,68
Hôtel Rochambeau	9 175 956,00	21,71
Médiane	**8 980 851,00**	**22,195**

Application aux activités Hôtelerie	
EBITDA	4,7
Multiple min	**102,7**
Multiple median	**105,0**
Multiple max	**107,3**

7.3.13. Expertise immobilière

La valorisation du pôle Hôtellerie intègre, en complément des approches par les flux (DCF) et par les transactions comparables, une estimation de la valeur immobilière des actifs détenus en propre. Cette composante repose sur l'évaluation individuelle des trois établissements hôteliers parisiens 4 étoiles composant le portefeuille : l'Hôtel Lord Byron (41,7 M€), l'Hôtel Lumen Paris-Louvre (36,01 M€) et l'Hôtel Mayflower Opéra (28,2 M€), soit une valeur immobilière consolidée de **105,9 M€.**

Hôtels	Basse	Centrale	Haute
Lord Byron	40,7	**41,7**	42,8
Lumen	35,7	**36,01**	36,4
Mayflower Opéra	27,5	**28,2**	28,9
Total	103,9	**105,9**	108,1

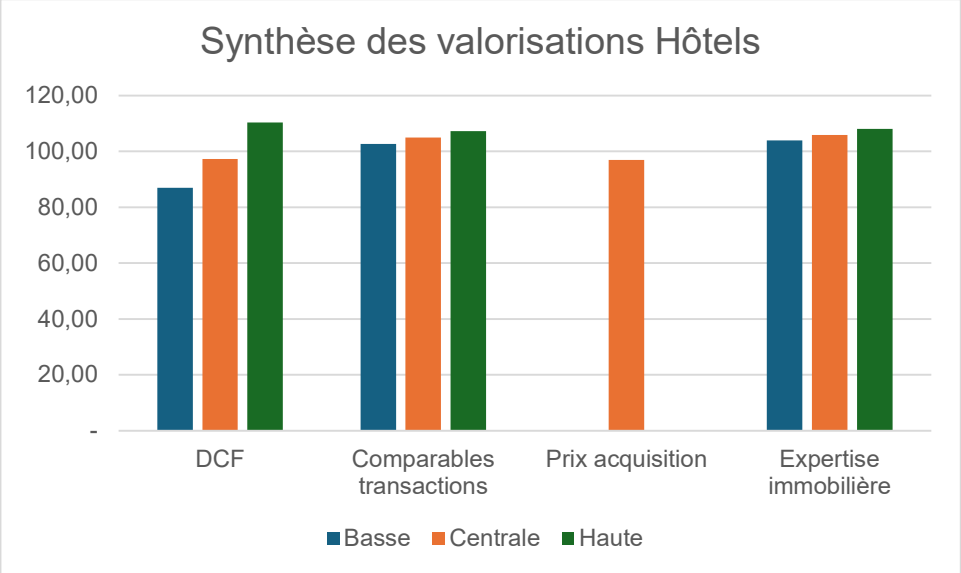
Cette approche constitue un point de recoupement utile aux méthodes de valorisation par les flux et par les transactions comparables retenues par ailleurs pour ce pôle, en objectivant la part de la valeur d'entreprise adossée à des actifs tangibles. L'écart éventuel entre cette valeur immobilière et la valeur d'entreprise résultant du DCF ou des transactions comparables s'explique par la contribution de l'exploitation hôtelière elle-même, ainsi que par les éventuels effets de levier ou d'endettement propres à chaque actif.

Cette expertise immobilière a été réalisée par des experts immobiliers indépendants, dont nous avons pu consulter les conclusions dans le cadre de nos travaux.

7.3.14. Synthèse du pôle Hôtellerie

Conformément à la convention retenue, cette synthèse est présentée en valeur d'entreprise, sans déduction de la dette financière nette. Elle retient quatre approches : l'actualisation des flux de trésorerie, les transactions hôtelières comparables, les prix d'acquisition et l'expertise immobilière. La méthode des comparables boursiers n'a pas été mise en œuvre, faute de source de données jugée cohérente.

Méthode	Basse	Centrale	Haute
DCF	86,98	97,28	110,35
Comparables transactions	102,70	105,00	107,30
Prix acquisition		96,90	
Expertise immobilière	103,90	105,90	108,10



La valeur d'entreprise ressort ainsi dans une fourchette de 94,9 M€ à 105,9 M€.

7.4. Pôle Investissements (immobilier et participations financières)

Le pôle Investissements réunit deux catégories d'actifs de natures très différentes : un patrimoine immobilier de commerce (murs d'anciens magasins et actifs tertiaires) situé en France et en Belgique, et un portefeuille de participations financières. Nous en présentons ci-après la valorisation détaillée.

7.4.1. Investissements (immobilier et participations) : présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses

Le patrimoine immobilier du pôle Investissements affiche une situation locative stable : le taux d'occupation est quasiment complet (proche de 100 %), sans départ de locataire ni renégociation en cours à ce jour, et le groupe ne prévoit pas de stratégie de développement supplémentaire du parc, sauf opportunité spécifique qui viendrait à se présenter. Dans ce contexte, l'hypothèse de progression des loyers de +2 % par an retenue dans le plan apparaît réaliste : elle s'appuie sur l'absence de pas-de-porte prévu au départ des locataires et sur des renégociations en cours.

Le volet participations financières du pôle génère un flux de trésorerie disponible d'environ 7 M€ par an, qui correspond à des sorties ponctuelles (exits) sur un portefeuille de participations minoritaires proches du private equity, plutôt qu'à des distributions récurrentes de fonds, ce mouvement de sorties génératrices de cash demeurant d'ailleurs encore limité à ce stade. Les tickets moyens de ce portefeuille se situent entre 1 et 4 M€, et aucun réinvestissement n'est planifié à date. Sur le plan comptable, il convient de noter que ce portefeuille comporte des engagements hors bilan qui ne sont pas nécessairement communiqués en normes IFRS, que le stock de plus-values latentes n'y est pas réévalué en juste valeur (les participations demeurant comptabilisées en valeur historique, sous réserve de quelques provisions ponctuelles), et que les contrats de capitalisation sont logés en classe 5.

S'agissant de la maturité du portefeuille de private equity, dont environ 70 % des montants sont aujourd'hui appelés, le principal élément communiqué à ce stade concerne une perte confirmée sur le contrat obligataire Minelli, à la suite d'une liquidation judiciaire, comptabilisée sur l'exercice 2025. La stratégie d'allocation du capital du portefeuille repose sur des poches définies, assorties de rendements attendus et de risques associés, afin de diversifier les placements : fonds de private equity, fonds d'infrastructure, investissements minoritaires (généralement en co-investissement avec des fonds), contrats de capitalisation et produits structurés.

7.4.2. Immobilier : méthodologie

Les actifs immobiliers français ont été expertisés en valeur vénale par Galtier Valuation (date de valeur : mars 2026), selon deux méthodes dont la moyenne est retenue en conclusion :

Les valeurs sont exprimées hors droits et frais d'acquisition. Les actifs belges ont été expertisés par Stadim et apportés à la division Investissements en juillet 2024.

7.4.3. Immobilier France (expertises Galtier, mars 2026)

Le patrimoine français comprend douze actifs, auxquels s'ajoute l'actif de Moncoutant sous promesse de vente. Les valeurs vénales retenues et les taux de rendement effectifs correspondants sont détaillés ci-dessous.

Site	Nature du bien	Valeur (M€)	Taux rdt
Torcy (77)	Ensemble commercial	20,00	6,90 %
Vendin-le-Vieil (62)	Murs de commerce	5,55	7,97 %
Orléans (45)	Terrain à bâtir	4,79	–
Guilherand-Granges (07)	Murs de commerce	4,68	6,86 %
Fagnières (51)	Murs de commerce	3,50	7,84 %
Marmande (47)	Murs de commerce	2,78	–
Les Abrets-en-Dauphiné (38)	Murs de commerce	2,55	7,16 %
Nogent-sur-Marne (94)	Murs de commerce	2,40	7,88 %
Bar-le-Duc (55)	Murs de commerce	2,22	–
Soustons (40)	Murs de commerce	1,61	8,36 %
La Réole (33)	Murs de commerce	1,43	–
Roubaix (59)	Murs de commerce	1,05	10,48 %
Sous-total France		**52,55**	
Moncoutant (79) – promesse de vente	Actif immobilier	0,38	–
Total France		**52,9**	

Source : expertises Galtier Valuation (mars 2026), valeur vénale hors droits. Taux de rendement effectif potentiel. « – » : bien non loué / terrain.

Les taux de rendement effectifs s'échelonnent de 6,86 % (Guilherand-Granges) à 10,48 % (Roubaix), reflétant l'hétérogénéité des emplacements et de la qualité locative, avec une moyenne pondérée de l'ordre de 7 %. L'actif de Torcy, qui représente à lui seul près de 40 % de la valeur du patrimoine français, en constitue l'élément déterminant.

7.4.4. Immobilier Belgique (expertises Stadim)

Le patrimoine belge est constitué de cinq actifs (Machelen, Merksem, Uccle, Eeklo et Zelzate), expertisés par le cabinet Stadim et apportés à la division Investissements en juillet 2024. La valeur d'apport retenue, prudente et cohérente avec celle reprise par l'Établissement présentateur, s'établit à 13,3 M€.

Site	Localisation
Machelen	Région flamande (Brabant flamand)
Merksem	Anvers (Région flamande)
Uccle	Région de Bruxelles-Capitale
Eeklo	Flandre orientale
Zelzate	Flandre orientale
Valeur d'apport retenue (juillet 2024)	**13,3 M€**

Source : expertises Stadim ; valeur d'apport intragroupe de juillet 2024 retenue dans l'ANR.

7.4.5. Synthèse de l'immobilier

La valeur totale du patrimoine immobilier ressort ainsi à 66,3 M€ (52,9 M€ en France, dont Moncoutant, et 13,3 M€ en Belgique).

7.4.6. Participations financières

Le portefeuille de participations financières regroupe près d'une soixantaine de lignes, pour des montants unitaires généralement compris entre 1 M€ et 4 M€, dont environ 70 % appelés à fin 2025. Il se compose de fonds d'infrastructures, de fonds de capital-investissement (FCPI / FCPR) et de prises de participation minoritaires directes en capital. Ces actifs figurent au bilan à leur coût de revient, ajusté d'une provision pour dépréciation lorsque leur juste valeur est inférieure. Sur la base des informations communiquées par la Société, ils recèlent des plus-values latentes nettes de 7,1 M€ ; après prise en compte d'une fiscalité latente de 25 % sur ces plus-values, leur valeur réévaluée ressort à 63,2 M€. Ces informations n'ont pas pu être mises à jour au 30 juin 2026.

En M€	Montant
Valeur comptable (prix de revient, net de dépréciation)	**57,9**
+ Plus-values latentes nettes	**7,1**
− Fiscalité (25 %) sur plus-values latentes	**(1,8)**
= Valeur des participations financières	**63,2**

7.4.7. Synthèse du pôle Investissements

En additionnant le patrimoine immobilier (66,3 M€) et les participations financières réévaluées (63,2 M€), la valeur du pôle Investissements ressort à 129,5 M€.

En M€	Valeur
Immobilier France (Galtier, dont Moncoutant)	53,0
Immobilier Belgique (Stadim, apport 2024)	13,3
Sous-total immobilier	**66,3**
Participations financières (réévaluées)	63,2
Total pôle Investissements	**129,5**

7.5. Passage à la trésorerie nette ajustée

Trésorerie nette par secteurs hors IFRS 16 :

En M€	Investissement	Distribution	Industrie	Hôtellerie	Total Groupe
Emprunts et dettes financières (hors dettes locatives)	43,9	0,0	1,9	29,7	74,8
Trésorerie disponible	0,8	10,4	1,9	1,0	14,1
Actifs financiers à la juste valeur	142,1	0,0	0,0	0,0	142,1
Position de trésorerie nette	**98,9**	**10,4**	**0,0**	**(28,7)**	**81,4**

Source : Conso 2025 par contributif (segment détaillée).xlsx, feuille « Bilan sectoriel », bloc Actif/Passif « N », au 31/12/2025.

Emprunts = emprunts LT + emprunts/concours bancaires CT + partie courante des emprunts LT, hors dettes locatives.

Trésorerie = disponibilités + VMP. La dette du pôle Distribution (44 K€, quasi nulle) arrondit à 0,0 M€.

Calcul des intérêts minoritaires : valeur centrale du pôle Hôtellerie multipliée par la part minoritaire (105 × 0,75 % = 0,79 M€).

Dette nette consolidée (hors dettes locatives IFRS 16)	(81,4)
Engagements envers le personnel nets d'impôts	1,3
Provisions (Mavic PSE, divers, garantie de passif ITM)	6,8
Participations dans les entreprises associées (SCI Rond-Poir	(1,6)
Intérêts minoritaires	0,79
Retraitement produit Intergamma (traité en complément de pri	4,7
Dette nette ajustée (somme)	**(69,4)**
Trésorerie nette ajustée (contribution ANR)	**69,4**

Les engagements retraites et les provisions sont ceux issus des calculs de la direction financière sans ajustement obtenu au 30 juin 2026.

Les participations dans les entreprises correspondent à la détention de 50 % dans la SCI Rond Pont 12 dont la valeur varie peu.

Les intérêts minoritaires ont été ajustés à leur valeur réelle du pôle Hôtellerie, sur la base de nos travaux d'évaluation. En effet, le pôle Hôtellerie est détenu à 99,25 % par BOURRELIER GROUP. Il convient donc de déduire de la trésorerie les intérêts minoritaires à leur valeur réèlle de leur détention.

Le produit Intergamma de 4,7 M€, encaissé mais non provisionné alors que le litige demeure en cours, est neutralisé de la trésorerie nette ajustée, dans la mesure où il est traité par le mécanisme de complément de prix (cf. section 9).

7.6. Frais de holding

Bien qu'aucune décote de holding ne s'applique dans le cadre d'un retrait obligatoire, il convient de tenir compte du coût de pilotage de la structure. Nets des refacturations de services mutualisés, ces coûts représentent de l'ordre de 1,5 à 1,9 M€ par an. Actualisés à l'infini au coût du capital de la Distribution (10,88 %) et croissant à +1,5 %, ils sont évalués entre -16,6 M€ et -20,1 M€, avec une valeur centrale de -18.1 M€.

Scénario	Coût annuel normatif	Valeur actualisée
Fourchette basse (coûts contenus)	(1,5)	**(16,6)**
Central	(1,7)	**(18,1)**
Fourchette haute (coûts élevés)	(1,9)	**(20,1)**

7.7. Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions retenu s'établit à 6 206 356 actions, correspondant aux 6 221 343 actions existantes au 31 décembre 2025 diminuées des 14 987 actions auto-détenues. La Société ne dispose d'aucun instrument dilutif en circulation.

L'Offre de retrait est calculée sur les 6 206 356 actions hors actions auto détenues.

7.8. Synthèse de l'actif net réévalué

En prenant un arbitrage par médiane, la somme des parties conduit à un actif net réévalué compris entre 400,8 M€ et 422,3 M€, soit une valeur par action comprise entre 64,58 € et 67,91 €, avec une valeur centrale de 66,17 €.

Pôle / actif	Basse (M€)	Centrale (M€)	Haute (M€)	Basse (€/a)	Centrale (€/a)	Haute (€/a)
Distribution (Benelux)	111,9	120,9	131,4	18,04 €	19,48 €	21,17 €
Industrie (Mavic)	3,9	3,9	4,0	0,62 €	0,63 €	0,65 €
Hôtellerie	102,7	105,0	107,3	16,55 €	16,92 €	17,29 €
Investissements (immo + participations)	129,5	129,5	129,5	20,86 €	20,86 €	20,86 €
Frais de holding	(16,6)	(18,1)	(20,1)	-2,67 €	-2,91 €	-3,24 €
Trésorerie nette ajustée	69,4	69,4	69,4	11,18 €	11,18 €	11,18 €
ANR total	**400,8**	**410,7**	**421,5**	**64,58 €**	**66,17 €**	**67,91 €**
Prix de l'Offre (rappel)	67,60 €					
Prime/(décote) de l'Offre vs ANR centra	**2,2%**					

Nous avons cependant fait le choix de prendre un arbitrage en fonction des méthodes.

Ce choix des méthodes de valorisation a été arbitré en faveur de la méthode des DCF pour l'ensemble des pôles, cette approche reflétant le mieux la valeur intrinsèque de chaque activité au regard de son business plan et des réalités de son marché.

Cependant, pour le pôle Hôtellerie, nous avons retenu la méthode des expertises hôtelières, dans la mesure où elles combinent plusieurs approches prenant en considération tant la valeur des murs que celle des fonds.

Arbitrage par méthode						
Pôle / actif	**Basse (M€)**	**Centrale (M€)**	**Haute (M€)**	**Basse (€/a)**	**Centrale (€/a)**	**Haute (€/a)**
Distribution (Benelux)	111,9	120,9	131,4	18,04 €	19,48 €	21,17 €
Industrie (Mavic)	3,9	3,9	4,0	0,62 €	0,63 €	0,65 €
Hôtellerie	103,9	105,9	108,1	16,74 €	17,06 €	17,42 €
Investissements (immo + participations)	129,5	129,5	129,5	20,86 €	20,86 €	20,86 €
Frais de holding	(16,6)	(18,1)	(20,1)	-2,67 €	-2,91 €	-3,24 €
Trésorerie nette ajustée	69,4	69,4	69,4	11,18 €	11,18 €	11,18 €
ANR total	**402,0**	**411,6**	**422,3**	**64,78 €**	**66,31 €**	**68,04 €**
Prix de l'Offre (rappel)	67,60 €					
Prime/(décote) de l'Offre vs ANR centra	**1,9%**					

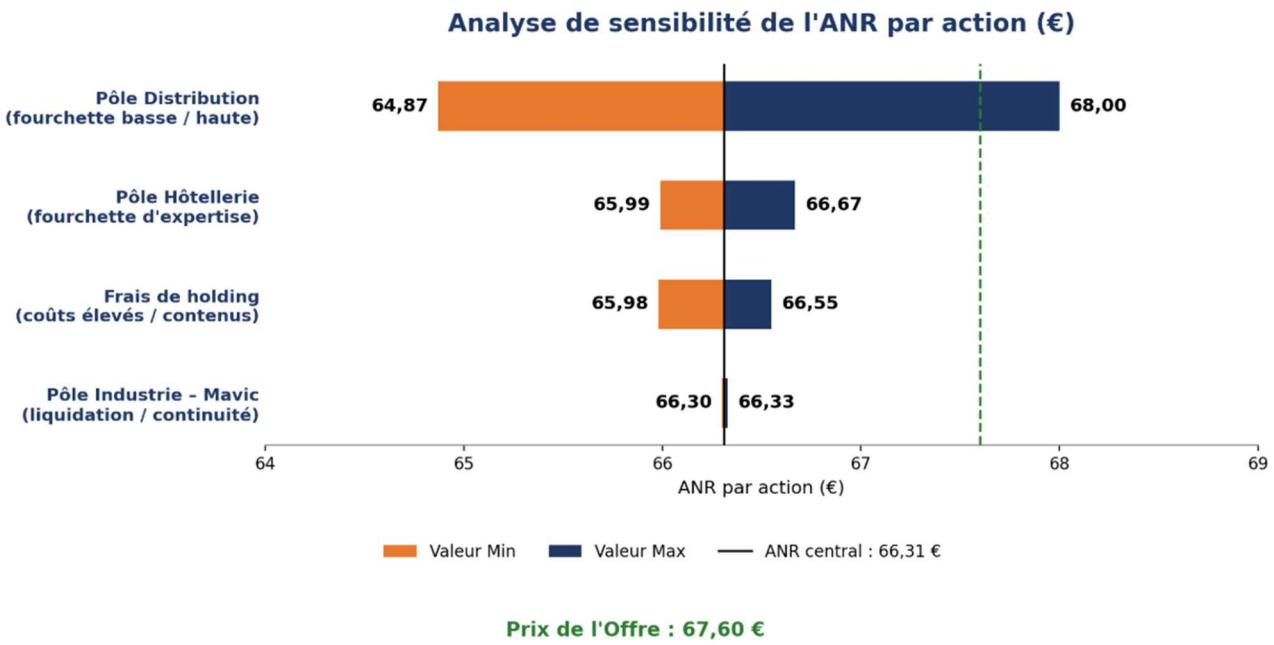
Source : travaux JPA. Synthèse des valorisations par pôles.

En prenant un arbitrage par méthode d'évaluation, la somme des parties conduit à un actif net réévalué compris entre 402 M€ et 422,3 M€, soit une valeur par action comprise entre 64,78 € et 68,04 €, avec une valeur centrale de 66,31 €.

Rapporté au Prix de l'Offre de 67,60 €, l'ANR central de **66.31 €** fait ressortir une prime de l'Offre de 1,9 % ; le Prix se situe ainsi dans la partie haute de notre fourchette centrale d'évaluation.

7.9. Analyse de sensibilité de l'ANR

Afin d'apprécier la robustesse de notre évaluation, nous avons mesuré l'incidence sur l'ANR par action d'une variation des principaux paramètres, chacun borné par une hypothèse basse et une hypothèse haute : fourchettes de valeur des différents pôles, scénario de liquidation ou de continuité pour Mavic, traitement des plus-values latentes sur les participations financières et niveau des coûts de holding. Le graphique ci-dessous ordonne ces sensibilités par ampleur décroissante. Ce graphique remet chaque pôle à sa valeur centrale hormis le pôle concerné qui prend la fourchette globale intégrant la totalité des méthodes. Cette approche permet d'isoler la contribution individuelle de chaque pôle à la sensibilité de l'ANR par action, indépendamment des effets croisés entre pôles.



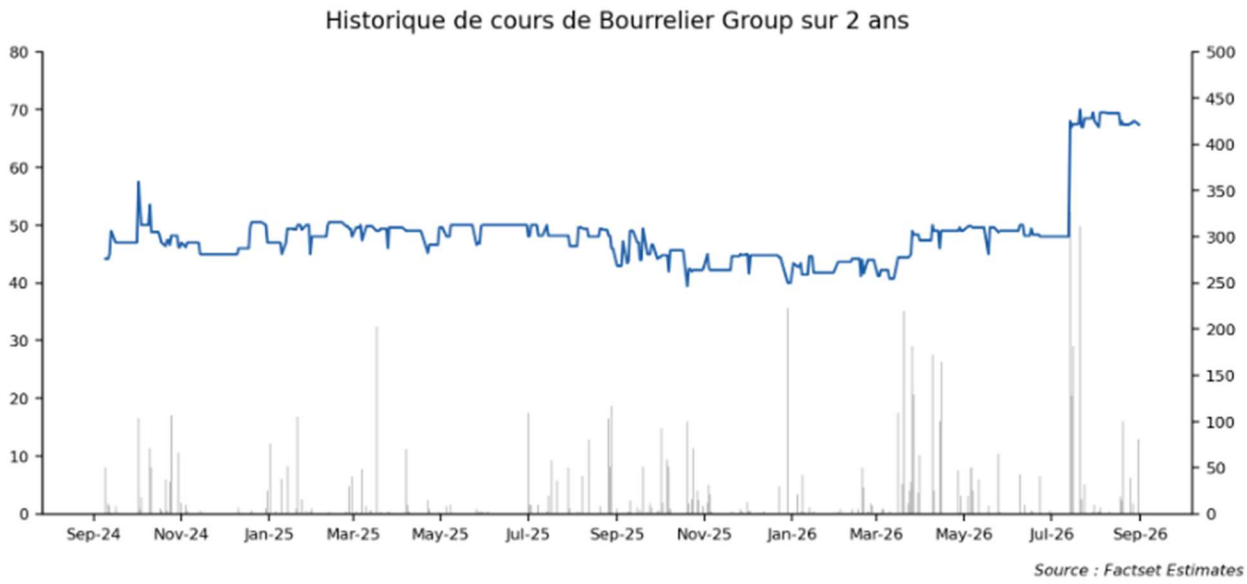
Sensibilité de l'ANR par action aux principales hypothèses

Il ressort de cette analyse de sensibilité que l'ANR par action demeure de l'ordre de 66,31 €, tandis que les hypothèses favorables le portent à environ 68,04 €. Le Prix de l'Offre de 67,60 € se situe dans la partie haute de cet intervalle resserré, ce qui conforte notre appréciation du caractère équitable des conditions financières et la faible sensibilité de la conclusion aux hypothèses retenues.

8. Références retenues à titre indicatif

8.1. Analyse du cours de bourse

Le titre BOURRELIER GROUP est admis aux négociations sur Euronext Growth. L'analyse a été conduite sur les vingt-quatre mois précédant la date du 31/08/2026. Sur cette période, les volumes échangés se sont élevés à environ 3 400 titres, pour un taux de rotation du flottant de l'ordre de 12 %, niveau très faible traduisant une liquidité résiduelle. Le cours ne constitue donc qu'une référence indicative.



Évolution du cours de bourse sur 24 mois et prix de l'Offre

Analyse Cours de bourse Bourrelier Group au 31 août 2026

	Cours	Volume moyen journalier	Prime/décote vs prix offre
Cours clôture au 31 août 2026	67,40	0	0 %
Moyenne pondérée 20 séances	67,55	14	0 %
Moyenne pondérée 60 séances	66,76	23	1 %
Moyenne pondérée 120 séances	56,58	25	19 %
Moyenne pondérée 180 séances	54,54	19	24 %
Moyenne pondérée 250 séances	52,72	16	28 %
Plus bas 2 ans	39,40		72 %
Plus haut 2 ans	70,00		-3 %

Évolution du cours de bourse sur 24 mois et prix de l'Offre

Le cours est maintenant en ligne avec le prix de l'Offre (hors actions auto détenues), cette situation est assez classique à la suite d'une annonce d'offre de retrait faite sur le marché, malgré un phénomène d'un cours ayant atteint 70 €.

8.2. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable part du groupe s'établit à 362,2 M€ au 31 décembre 2025, soit 58,4 € par action. Ne reflétant ni les plus-values latentes sur les actifs ni les perspectives de rentabilité, cette référence est retenue à titre purement indicatif ; le Prix de l'Offre y fait apparaître une prime de +15,8 %.

8.3. Référence à l'offre publique de retrait de 2021

À titre de mise en perspective, l'offre publique de retrait initiée par M14 en 2021 avait été libellée à 52,5 € par action. Le Prix de la présente Offre représente une progression de +28,8 % par rapport à cette référence, cohérente avec l'appréciation de la valeur des actifs du groupe depuis cette date (notamment le renforcement du pôle Hôtellerie et la réévaluation des actifs immobiliers).

9. Analyse du complément de prix (litige Intergamma)

9.1. Rappel du litige

La Société a engagé dès juillet 2018 une procédure d'arbitrage devant le Netherlands Arbitration Institute (NAI) à l'encontre de son franchiseur Intergamma, portant sur l'exécution de deux contrats de franchise (notamment le reversement aux franchisés des remises et primes d'achat versées par les fournisseurs). Par deux sentences du 27 octobre 2021, le NAI a condamné Intergamma à verser aux filiales de la Société 3 210 470 € en principal, outre des intérêts de retard (au taux légal à compter du 14 mai 2018) et 1 209 526 € au titre des frais, honoraires et débours. Le 14 février 2022, Intergamma a saisi la Cour d'Arnhem-Leeuwarden en révocation des sentences ; par arrêt du 7 mai 2024, la Cour a déclaré la demande recevable et renvoyé la cause devant le NAI. Par ailleurs, la Société a introduit le 13 avril 2022 des procédures arbitrales similaires visant à étendre cette indemnisation aux 75 autres magasins exploités sous enseignes Gamma et Karwei en Belgique et aux Pays-Bas ; ces procédures ont été suspendues à la suite du renvoi et ne devraient pas connaître d'issue avant la clôture de l'Offre.

9.2. Modalités du complément de prix

Afin de neutraliser cet aléa au bénéfice des minoritaires, l'Initiateur a institué un droit de complément de prix par action présentant les caractéristiques suivantes :

- il est réservé aux seuls actionnaires ayant apporté leurs titres à l'Offre selon la procédure semi-centralisée (à l'exclusion des cessions sur le marché) ;

- son montant est égal au produit net effectivement encaissé par le groupe diminué des frais de défense non comptabilisés au 31 décembre 2025, des honoraires d'arbitrage et de l'impôt afférent rapporté au nombre total d'actions sur une base pleinement diluée à l'ouverture de l'Offre, sans compensation avec d'éventuelles sommes dues par la Société à Intergamma ;
- il n'est dû qu'en cas de versement effectif au profit du groupe au plus tard le 24 juillet 2031 ; à défaut de versement à cette échéance, aucun complément n'est dû ;
- il est matérialisé par un titre financier Euroclear France, non cessible et non coté, transmissible uniquement par voie de succession ou de donation ; les fonds non affectés sont tenus à disposition pendant dix ans, puis consignés à la Caisse des dépôts et consignations pendant vingt ans.

Il est prévu que le calcul du complément de prix éventuel soit revu, le cas échéant, par le cabinet JPA, dans le prolongement de la présente mission.

9.3. Détermination et calcul du complément de prix

Le montant du complément de prix par action se détermine selon la formule suivante :

Complément de prix par action = Montant net ÷ Nombre total d'actions (base pleinement diluée)

Où le Montant net correspond au produit effectivement versé au Groupe à l'issue définitive de l'arbitrage (sur la base des sentences : 3 210 470 € en principal et 1 209 526 € de frais, outre intérêts), diminué des frais de défense non comptabilisés au 31 décembre 2025, des honoraires d'arbitrage et de l'impôt sur les sociétés afférent, sans compensation avec d'éventuelles sommes dues par la Société à Intergamma. À titre purement illustratif, et sous réserve de l'issue du litige, le calcul se présenterait comme suit.

Composante (illustratif)	M€
Versement effectif (principal 3,21 + frais 1,21)	4,4
(–) Frais de défense non comptabilisés au 31/12/2025	(0,8)
(–) Honoraires d'arbitrage et du NAI	(0,4)
(=) Assiette imposable	**3,2**
(–) Impôt sur les sociétés (25 %)	(0,8)
(=) Montant net	**2,4**
(÷) Nombre total d'actions (base diluée)	6 221 343
Complément de prix par action	**≈ 0,39 €**

Montants intermédiaires purement illustratifs. Le calcul définitif sera, le cas échéant, revu par le cabinet JPA dans le prolongement de sa mission.

La sensibilité du complément de prix par action au montant net finalement retenu est la suivante.

Montant net (M€)	1,5	2,5	3,5	4,5
Complément de prix / action (€)	0,24	0,40	0,56	0,72

Selon les scénarios, le complément de prix éventuel représenterait ainsi de l'ordre de 0,4 % à 1,1 % du Prix de l'Offre. Bien que d'un montant modéré et incertain, il constitue un avantage complémentaire réservé aux actionnaires minoritaires apportant leurs titres à l'offre de retrait, préservant leur exposition à l'issue favorable du litige.

9.4. Appréciation

Le complément de prix constitue, dans son principe, un mécanisme favorable aux actionnaires minoritaires : il leur permet de conserver l'exposition à un actif contentieux dont la valeur ne peut être établie de manière fiable à la date de l'Offre, sans en supporter l'aléa dans le prix ferme. Nous relevons toutefois que son montant et sa réalisation demeurent incertains, que son versement est subordonné à une issue favorable au plus tard en 2031, et que le titre le matérialisant n'est pas cessible. En cohérence avec ce traitement, le produit Intergamma de 4,7 M€ encaissé mais non provisionné a été neutralisé dans notre détermination de la trésorerie nette ajustée. Nous estimons ce dispositif équitable dans son principe et de nature à préserver les intérêts des minoritaires, sans qu'il puisse être valorisé de manière fiable à ce stade.

10. Accords connexes

Conformément à l'article 261-1, III, du règlement général de l'AMF, nous avons pris connaissance des accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre. En dehors du mécanisme de complément de prix décrit à la section 9, qui bénéficie à l'ensemble des actionnaires minoritaires apportant leurs titres, nous n'avons pas identifié d'accord conférant à certains actionnaires un avantage particulier de nature à remettre en cause l'égalité de traitement, ni d'accord connexe susceptible de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires.

En particulier, nous n'avons pas relevé l'existence d'engagements d'apport à l'Offre ni de mécanismes de complément de prix ou de garantie réservés à l'Initiateur ou à des actionnaires déterminés.

11. Analyse des travaux de l'Établissement présentateur

11.1. Méthodes et références retenues

L'Établissement présentateur, Invest Securities, a conduit une évaluation multicritères reposant, comme la nôtre, sur l'actif net réévalué à titre principal, et sur l'analyse du cours de bourse et l'actif net comptable à titre indicatif.

Il a écarté, pour des motifs que nous partageons, l'approche par les comparables boursiers et les transactions au niveau du groupe, l'actualisation des flux au niveau consolidé, l'actualisation des dividendes et les objectifs de cours des analystes.

Cette architecture méthodologique est cohérente avec la nature de holding de la Société et conforme aux bonnes pratiques.

Principaux points de différences :

Les taux et multiples que nous avons appliqués pour nos travaux sont légèrement différents de ceux appliqués par l'Etablissement Présentateur et nos taux et multiples sont été calculés à la date de nos travaux.

Nous avons retraité la dette locative issue de l'application de la norme IFRS 16 lors de l'application de la méthode des multiples sur le pôle d'activités Distribution sans appliquer de décote de franchise contrairement à l'Etablissement Présentateur.

Considérant le business Plan établi par le management sur le pôle Hôtelier, nous avons appliqué également la méthode des DCF sur ce secteur contrairement à l'Etablissement Présentateur qui ne l'a pas appliqué compte tenu des expertises immobilières qui ont déjà utilisé cette méthode.

11.2. Analyse de la mise en œuvre de l'ANR

La confrontation de nos valeurs centrales par pôle avec celles de l'établissement présentateur fait ressortir des conclusions convergentes. L'écart sur l'actif net réévalué total s'établit à 8,2 M€, soit 2 % de la valeur retenue par l'Établissement présentateur.

En M€ (valeurs centrales)	JPA	Invest Sec.
Distribution	120,9	129,5
Industrie (Mavic)	3,9	6,4
Hôtellerie	105,9	105,9
Investissements	129,5	129,5
Frais de holding	-18,1	-21,7
Trésorerie nette ajustée	69,4	70,1
ANR total	**411,6**	**419,8**
ANR central (€/action)	**66,31**	**67,6**

Source : travaux JPA.

Cet écart se concentre sur deux pôles. Sur le pôle Industrie, nous avons retenu une valeur légèrement plus prudente compte tenu de l'incertitude entourant la pérennité de Mavic et du caractère volontariste du plan de retournement. Sur le pôle Distribution, notre valeur d'entreprise est de 120,9M€ contre 129,5M€ soit un écart de 8,6M€ soit 6,6 %. Cela tient à deux différences d'appréciation : le niveau du besoin en fonds de roulement et le coût du capital, que nous avons majoré d'une prime de taille appréciée au niveau du pôle et non au niveau du groupe.

Sur les autres postes (Hôtellerie, Investissements, trésorerie nette ajustée et frais de holding), nos conclusions sont quasi identiques, ces valeurs reposant sur des expertises indépendantes et sur les comptes consolidés. Les paramètres d'actualisation retenus sont cohérents avec les nôtres.

Cependant, nous avons retraité la valeur des intérêts minoritaires dans la trésorerie nette basée sur la valeur réelle centrale de leur détention issue de nos travaux de valorisation.

11.3. Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse conduite par l'Établissement présentateur (cours de référence et cours moyens pondérés sur différentes périodes) recoupe avec nos propres calculs. Compte tenu de la très faible liquidité du titre, cette référence n'est retenue qu'à titre indicatif, tant par l'Établissement présentateur que par nous-mêmes.

11.4. Conclusion sur les travaux de l'Établissement présentateur

Au terme de notre revue, nous estimons que les travaux d'évaluation de l'Établissement présentateur reposent sur une méthodologie appropriée, des hypothèses raisonnables et des calculs exacts. Nous n'avons relevé aucune anomalie de nature à en remettre en cause les conclusions. Notre valeur centrale (66,31 €) est légèrement inférieure à celle de l'Établissement présentateur (67,6 €).

12. Observations des actionnaires minoritaires et réponses de l'expert

12.1. Cadre

Conformément à la recommandation AMF n° 2006-15, l'expert indépendant recueille et examine les observations que les actionnaires minoritaires souhaiteraient porter à sa connaissance pendant la durée de sa mission. Compte tenu du caractère résiduel du flottant (environ 0,20 % du capital, soit 12 156 actions), le nombre d'actionnaires minoritaires concernés est très limité. À la date du présent rapport, aucune observation écrite ne nous a été transmise ; la présente section sera, le cas échéant, complétée des observations reçues et de nos réponses.

13. Synthèse et attestation d'équité

13.1. Synthèse de nos travaux

Le tableau ci-après récapitule les primes extériorisées par le prix de l'offre de 67,60 € par action au regard de l'ensemble des critères d'évaluation retenus.

Méthode / référence	Valeur (€/action)	Prime/(décote)
À titre principal — Actif Net Réévalué (ANR)		
ANR — fourchette basse	64,78 €	4,4%
ANR — valeur centrale	66,31 €	1,9%
ANR — fourchette haute	68,04 €	-0,6%
Prix de l'offre	67,60 €	0,0%

13.2. Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre

À l'issue de nos travaux, nous constatons que le Prix de l'Offre de 67,60 € par action :

- S'inscrit dans la fourchette d'évaluation issue de notre actif net réévalué, méthode retenue à titre principal, et extériorise une prime par rapport à sa valeur centrale (66,31 €) ;

- Fait ressortir une prime significative par rapport à l'ensemble des références retenues à titre indicatif (cours de bourse, actif net comptable, référence à l'OPR de 2021) ;
- Est assorti d'un droit de complément de prix réservé aux actionnaires apportant leurs titres, de nature à préserver la valeur latente attachée au litige Intergamma ;
- Procède de conditions financières convergentes avec celles établies par l'Établissement présentateur, dont nous n'avons relevé aucune anomalie.

En conséquence, à la date du présent rapport et sous réserve des éléments et limites qui y sont exposés, nous sommes d'avis que le prix de l'Offre de 67,60 € par action est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la société BOURRELIER GROUP dont les titres sont visés par l'Offre, dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 2 septembre 2026

L'expert indépendant

JPA – JACQUES POTDEVIN & ASSOCIES



Damien POTDEVIN

14. Analyse du plan d'affaires 2026-2030 : échanges avec le management

Dans le cadre de nos diligences, nous avons adressé au management de Bourrelier Group une série de questions portant sur les principales hypothèses du plan d'affaires 2026-2030, à l'occasion d'une visioconférence tenue le 4 août 2026. Les échanges ont ensuite été complétés par un entretien téléphonique de suivi. Les questions posées, les réponses obtenues et les points restant à documenter sont retranscrits dans le rapport dans chaque pôle d'activité.

Points d'attention transversaux

- Dégradation de la marge de la Distribution (est-ce prudentiel ou structurel ?)
- Crédibilité du rebond de Mavic
- Hypothèses post-rénovation de Lumen
- Récurrence du cash des participations
- Stratégie d'emploi de la trésorerie, et absence apparente de prise en compte du potentiel du litige Intergamma
- L'horizon du plan s'arrête à 2030

Informations complémentaires recueillies lors de l'entretien téléphonique de suivi

1. Distribution Benelux

Contexte marché :

La zone Belgique affiche une performance plus dégradée que les Pays-Bas, sur un marché jugé globalement conservateur. Ce constat mérite une analyse fine, magasin par magasin, pour identifier les points noirs et distinguer ce qui relève d'un effet marché général d'un effet spécifique à certains points de vente. Aucun développement e-commerce identifié à date, et aucune opération de croissance externe n'est envisagée par le management.

Piste d'optimisation identifiée :

Une réduction du parc de magasins, via la fermeture des points de vente déficitaires, permettrait mécaniquement d'améliorer le taux d'EBITDA du périmètre accompagnée d'un redéploiement et de la rénovation de certains magasins. Cette option reste toutefois à documenter finement (coûts de sortie, impact social, faisabilité).

Point d'attention juridique et social :

Le droit social belge est particulièrement coûteux, ce qui complique les manœuvres de restructuration.

Concernant le contrat Intergamma, il apparaît quasiment impossible de s'en désengager unilatéralement ; le renouvellement en tant que tel ne pose pas de difficulté formelle, mais le contexte de négociation est rendu délicat par un litige en cours avec le franchiseur.

Litige franchiseur, point clé à suivre :

Un litige portant sur un complément de prix concerne 68 magasins, avec un gain potentiel significatif pour le groupe. 4,7 M€ ont d'ores et déjà été perçus sur 3 à 4 magasins, mais il s'agit d'un litige pur dont l'issue n'est pas attendue avant 2028. Le risque inverse existe : un reversement de ces 4,7 M€ ne peut être exclu. La visibilité est donc très faible sur ce dossier, et aucune résolution n'est anticipée avant deux à trois ans, avec des coûts juridiques associés.

Point de vigilance majeur : le franchiseur semble stratégiquement enclin à attendre la résolution de ce litige avant d'envisager toute sortie, ce qui serait d'ailleurs préférable pour sécuriser la valorisation du complément de prix. Un nouveau mécanisme de complément de prix s'appliquerait en cas d'apport-cession ; cependant, les actionnaires ayant cédé leurs titres avant l'OPR ne bénéficieraient pas de ce complément, du fait même de l'existence du litige avec le franchiseur.

2. Mavic

Dynamique de marché :

Une reprise du marché est anticipée, perçue comme le résultat des actions engagées par le groupe depuis 5 ans (stratégie d'innovation et repositionnement produit en phase avec les attentes du marché).

Signal de marché à noter : un léger frémissement en juin et juillet, avec des ventes supérieures à 2025 mais avec un EBITDA restant négatif quoiqu'en amélioration par rapport au prévisionnel.

Positionnement du groupe :

Le segment Roues moyen/haut de gamme (Route, Gravel et VTT) représente 80 % du chiffre d'affaires. Le groupe n'est en revanche pas positionné sur le segment électrique, ce qui constitue un choix stratégique à interroger au regard des tendances de marché.

Répartition géographique : 80 % du CA à l'international, 20 % en France. L'entreprise couvre l'ensemble du marché mondial grâce à 6 filiales internationales.

Volet financier et restructuration :

Le compte courant du groupe s'élève à près de 50 M€ (totalement provisionné), et la perception des créances de CIR constitue un enjeu identifié et serait en cours de recouvrement. Le dossier s'inscrit dans une logique de fonds de retournement, avec une valorisation négative estimée entre -4 et -10 M€ par des possibles repreneurs.

Sur le plan comptable, le goodwill a été déprécié à 100 %, et des dépréciations d'actifs ont déjà été constatées en 2024 puis en 2025 ; aucune dépréciation complémentaire ne semble donc nécessaire à ce stade.

Enjeu stratégique de fond :

Au-delà des aspects financiers, l'objectif affiché est de préserver la marque française et sa pérennité, la famille fondatrice restant très impliquée dans le devenir de l'entreprise.

Jalons de la restructuration :

- Business plan visant le retour à l'équilibre ;
- Nouvelle direction générale en place depuis mars 2024 ;
- Rationalisation industrielle en cours, avec un PSE en cours de déploiement final ;
- Recherche d'économies sur les frais de structure : nombreux départs non remplacés, réinternalisation de fonctions clés (direction administrative et financière, IT), avec création d'un siège social dédié ;
- Effectif de référence de 139 personnes fin 2021, dimensionné pour un chiffre d'affaires de 100 M€, à comparer au CA 2025 de 30 M€, décalage majeur rendant la structure actuelle non viable en l'état, le marché ne permettant pas d'envisager un retour à 100 M€ de CA ;
- Les perspectives du business plan n'ont pas été respectées strictement ; une perte légèrement moindre est toutefois attendue pour 2026 ;
- 50 % des ventes sont réalisées en B2B auprès de fabricants de vélos, eux-mêmes en difficulté pour écouler leur production, facteur de risque supplémentaire sur la trajectoire du groupe.

3. Hôtellerie

Plan d'investissement :

Un capex de 5 M€ est engagé sur le nouvel hôtel acquis en décembre 2025 (Lumen), avec un objectif de faire progresser le chiffre d'affaires de 3 à 5 M€. Ce plan s'accompagne d'un rajeunissement de l'établissement, positionné en 4 étoiles / boutique-hôtel. Ces investissements ont permis la faisabilité d'une augmentation du nombre de chambres.

Ambitions de développement :

Le groupe avait une ambition d'acquisition d'un hôtel par an, freinée toutefois par le niveau de prix actuel du marché. La logique sous-jacente est patrimoniale et de long terme plutôt que purement financière. Un projet d'expansion a été évoqué mais ne s'est pas encore matérialisé concrètement.

Lecture sectorielle :

Le ralentissement observé sur le secteur hôtelier au niveau national ne se ressent pas au niveau du groupe à ce stade, bien que celui-ci demeure structurellement très sensible à la conjoncture économique. Le groupe est positionné sur une niche particulière : boutique-hôtels 4 étoiles, sans restauration, situés dans les VIIIe et IIe arrondissements de Paris.

4. SCI Rond Pont 12

Le taux d'occupation actuel est de 100 %.

L'objectif stratégique n'est pas forcément de développer ce secteur, les investissements se faisant surtout dans les fonds.

Aucun départ de locataire ni renégociation de bail n'est en cours actuellement, la situation locative demeurant stable. L'objectif d'un rendement de 2 % par an reste réaliste, sans pas-de-porte au départ et avec des renégociations en cours.

5. Participations financières

Les investissements en participations minoritaires commencent tout juste à générer des sorties de fonds avec retour de cash, mais ce mouvement reste encore limité ; aucun réinvestissement n'est constaté à date.

Des rencontres avec des fonds d'investissement ont eu lieu, sans toutefois déboucher sur un redéploiement des fonds perçus. Quelques opérations ont néanmoins eu lieu en 2025.

Le stock de plus-values n'est pas réévalué à la juste valeur et reste comptabilisé en valeur historique : une plus-value latente est constatée dans la valorisation nette d'impôt.

Le poste de hors-bilan n'a pas d'incidence sur la valorisation : il ne concerne que des cautions sur emprunts, sans incident de remboursement.

6. Politique de dividende

Aucune distribution n'est prévue à court terme. Une distribution a eu lieu en 2024 sur les résultats de 2023, mais aucune n'est intervenue en 2026 et aucune politique de dividende récurrente n'est en place au sein du groupe.

7. Retrait de cote

Une économie de coûts de structure était attendue du retrait de cote, mais son impact réel apparaît finalement marginal.

8. Gouvernance

Une délibération sur le business plan est à venir. L'administrateur indépendant a été renouvelé, ce qui traduit une volonté de gouvernance pérenne et de continuité dans le pilotage du groupe.

Annexes

Annexe 1 – Principales sources non annexées

Rapport financier annuel 2025 et comptes consolidés IFRS audités 2022-2025 ;

Plans d'affaires par pôle du 19 mai 2026 ;

Expertises Galtier Valuation (immobilier France, 03/2026), Stadim (immobilier Belgique) et In Extenso et REV UP Conseil (hôtels, 04/2026) ;

Rapport d'évaluation Invest Securities (03/07/2026) ;

Projet de note d'information de l'Initiateur ;

Données de marché : Refinitiv Eikon ;

Paramètres financiers : Fairness Finance.

Annexe 2 – Glossaire

ANR : actif net réévalué.

ANC : actif net comptable.

CMPV : cours moyen pondéré par les volumes.

FCF : Free Cash Flow

DCF : actualisation des flux de trésorerie disponibles.

EBITDA / EBITA : résultat opérationnel avant amortissements et dépréciation.

OPR-RO : offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

RFA : remises de fin d'année.

WACC : coût moyen pondéré du capital.

Annexe 2 – Addendum au Rapport de l'Expert Indépendant

JPA – JACQUES POTDEVIN & ASSOCIES
Audit
France – Paris

ADDENDUM AU RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Réponses aux observations de l'AMF du 12 octobre 2026
et prise en compte des comptes semestriels au 30 juin 2026

Offre publique de retrait initiée par M14, suivie d'un retrait obligatoire, visant les actions BOURRELIER GROUP

Euronext Growth Paris — ISIN FR0000054421 — Mnémonique « ALBOU » · Octobre 2026



Objet et portée de l’addendum

Le présent addendum complète notre rapport du 2 septembre 2026. Il répond aux questions que l’Autorité des marchés financiers nous a adressées le 12 octobre 2026 et prend en considération les comptes semestriels consolidés au 30 juin 2026, arrêtés par le conseil d’administration le 9 octobre 2026. Nous avons également tenu compte du projet de note d’information mis à jour le 14 octobre 2026, qui élargit notamment le champ des bénéficiaires du complément de prix.

Lorsque nous avons remis notre rapport, les comptes semestriels n’étaient pas encore disponibles : nos travaux reposaient sur les comptes consolidés au 31 décembre 2025 et sur le plan d’affaires approuvé le 19 mai 2026.

Nous avons donc repris notre modèle sur la base des comptes au 30 juin 2026 et actualisé les derniers paramètres de marché. Les expertises immobilières et hôtelières n’ont pas été refaites. Le plan d’affaires reste inchangé, y compris pour 2026.

Sauf mention contraire, les montants sont en millions d’euros et les valeurs par action sont calculées sur 6 206 356 actions. Les conclusions de notre rapport sont maintenues, sous réserve des précisions et de l’actualisation qui suivent.

Thème	Section du présent addendum
Synthèse des valeurs	1
Incidence des comptes au 30 juin 2026	2
Taux d’actualisation et primes de taille	3
Passage à la trésorerie nette ajustée	4
Analyse du cours de bourse	5
Complément de prix	6
Conclusion	7

1. Synthèse des valeurs par action et comparaison avec l'établissement présentateur

Notre rapport ne comportait pas de synthèse réunissant, sur une même base par action, l'ensemble des valeurs issues de nos travaux. Nous la présentons ci-après en trois temps:

- la fourchette d'ANR retenue à titre principal et les références indicatives (§ 1.1) ;
- pour chaque pôle, les valeurs issues de chacune des méthodes mises en œuvre, y compris celles que nous n'avons pas retenues dans l'ANR (§ 1.2) ;
- enfin, l'analyse des écarts avec les travaux de l'établissement présentateur (§ 1.3).

Pour chaque référence, la valeur retenue par l'établissement présentateur figure en regard, avec la prime ou la décote induite par le Prix de l'Offre de 67,60 €.

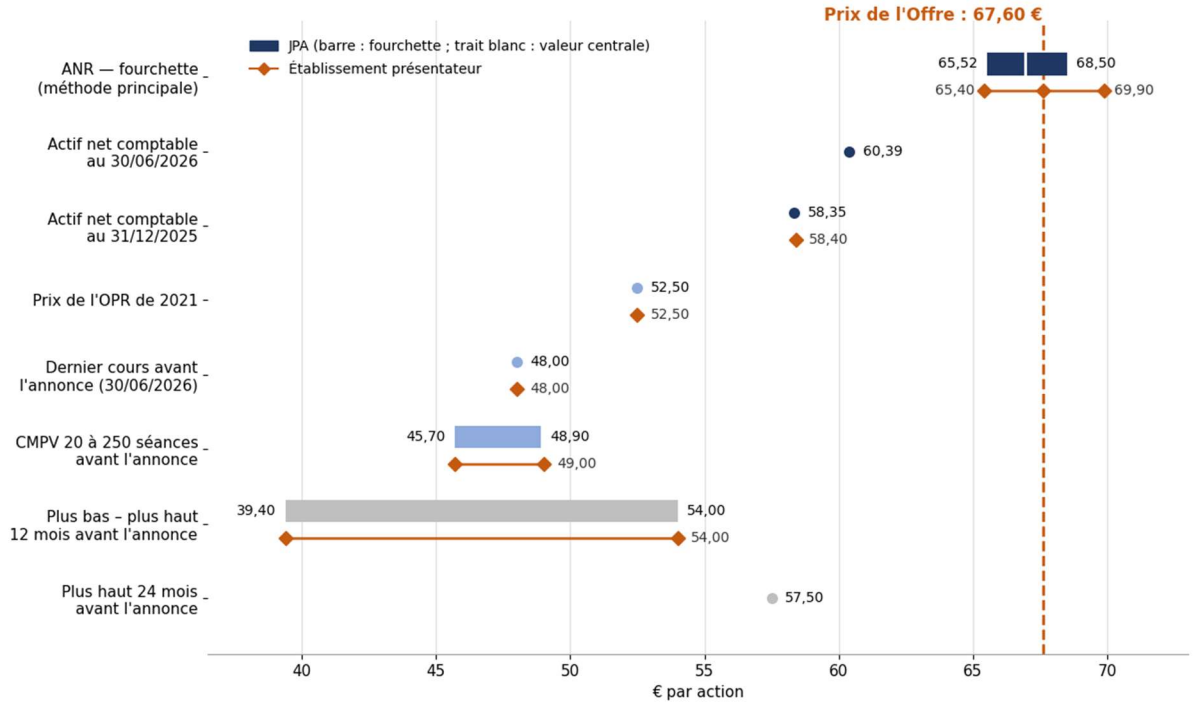
1.1. Actif net réévalué et références indicatives

NB : ces données ont été mises à jour avec les données de marchés à mi-octobre et de la trésorerie nette des comptes au 30 juin 2026 obtenus.

Méthode ou référence	JPA (€/action)	Prime induite	Établ. présentateur (€/action)	Prime induite
À titre principal : actif net réévalué				
ANR — fourchette basse	65,52	+3,2 %	65,40	+3,4 %
ANR — valeur centrale	**66,93**	**+1,0 %**	**67,60**	**0,0 %**
ANR — fourchette haute	68,50	-1,3 %	69,90	-3,3 %
À titre indicatif				
Actif net comptable au 30/06/2026	60,39	+11,9 %	60,4	12%
Actif net comptable au 31/12/2025	58,35	+15,9 %	58,40	+15,8 %
Prix de l'OPR de 2021	52,50	+28,8 %	52,50	+28,8 %
Cours de bourse avant l'annonce				
Dernier cours coté (30/06/2026)	48,00	+40,8 %	48,00	+40,8 %
CMPV 20 séances	48,90	+38,2 %	48,90	+38,2 %
CMPV 60 séances	48,89	+38,3 %	49,00	+38,0 %
CMPV 120 séances	47,30	+42,9 %	47,30	+42,9 %
CMPV 180 séances	45,70	+47,9 %	45,70	+47,9 %
CMPV 250 séances	46,03	+46,9 %	46,00	+47,0 %

Méthode ou référence	JPA (€/action)	Prime induite	Établ. présentateur (€/action)	Prime induite
Plus haut 12 mois (en séance)	54,00	+25,2 %	54,00	+25,2 %
Plus bas 12 mois	39,40	+71,6 %	39,40	+71,6 %
Plus haut 24 mois (octobre 2024)	57,50	+17,6 %	n.d.	—

Prime ou (décote) induite par le Prix de l'Offre de 67,60 €. CMPV : cours moyen pondéré par les volumes. Notre analyse de cours est arrêtée à la veille de l'annonce du 2 juillet 2026 (cf. section 5). Valeurs de l'établissement présentateur : paragraphe 3 du projet de note d'information, analyse de cours arrêtée au 2 juillet 2026. n.d. : valeur non disponible dans les éléments de l'établissement présentateur dont nous disposons.



Graphique 1 — actif net réévalué et références indicatives (€ par action)

Le Prix de l'Offre se situe à l'intérieur des deux fourchettes d'ANR : légèrement au-dessus de notre valeur centrale (+1,0 %) et au niveau de celle de l'établissement présentateur. Il dépasse nettement toutes les références indicatives : de 11,9 % à 15,8 % l'actif net comptable, de 28,8 % le prix de l'OPR de 2021 et de 25 % à 72 % les références de cours antérieures à l'annonce. Sur ces références, nos valeurs et celles de l'établissement présentateur ne diffèrent que de 0,11 € par action au plus.

1.2. Valeurs par pôle et par méthode

Le tableau suivant reprend, pour chaque pôle, la fourchette et la valeur centrale issues de chaque méthode, en M€ et en euros par action. Pour rendre les méthodes comparables entre elles et au Prix de l'Offre, l'avant-dernière colonne indique l'ANR central par action que l'on obtiendrait en retenant cette méthode pour le pôle, toutes les autres composantes restent inchangées ; la dernière donne la prime induite par le Prix de l'Offre.

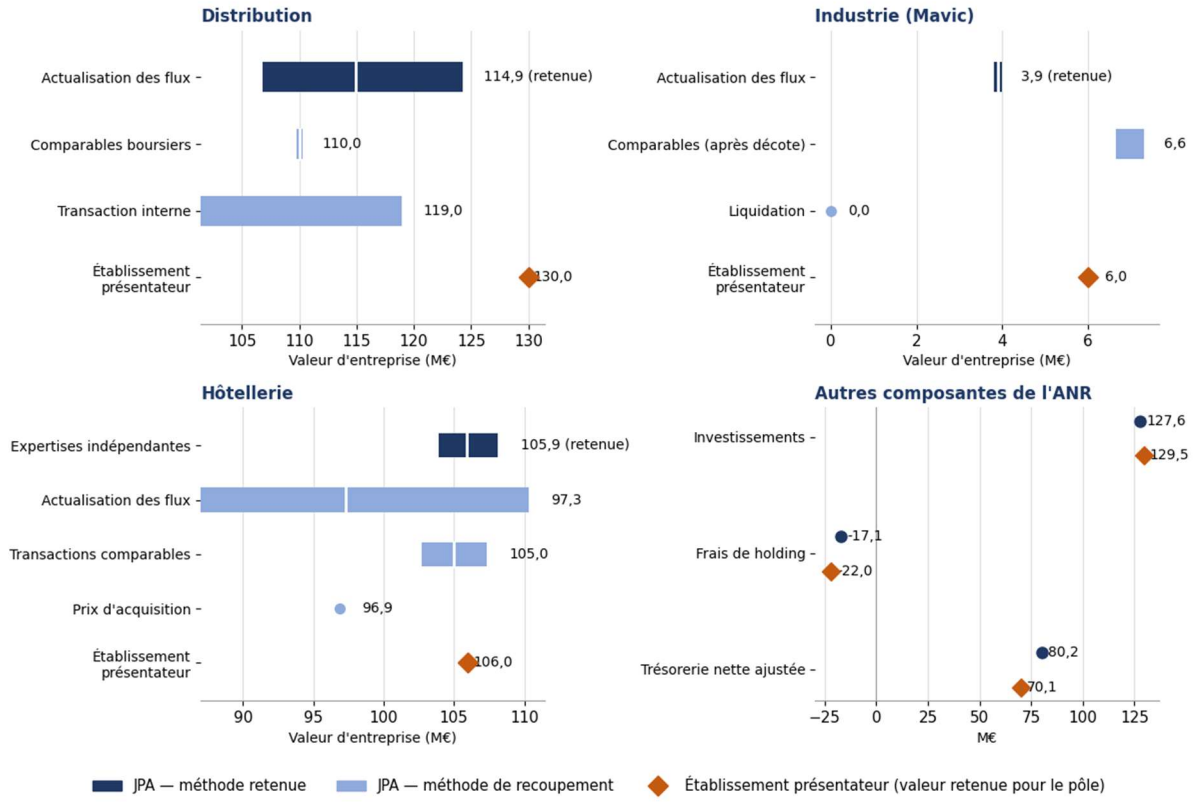
Pôle	Méthode	Fourchette (M€)	Valeur (M€)	€/action	Retenue	ANR induit (€)	Prime induite
Distribution	Actualisation des flux de trésorerie	106,8 – 124,3	**114,9**	**18,51**	**Oui**	66,93	+1,0 %
	Comparables boursiers	109,8 – 110,3	110,0	17,73	Non	66,15	+2,2 %
	Transaction comparable interne	101,4 – 119,0	119,0	19,17	Non	67,59	0,0 %
Industrie (Mavic)	Actualisation des flux de trésorerie	3,8 – 4,0	**3,9**	**0,63**	**Oui**	66,93	+1,0 %
	Comparables boursiers après décote	6,6 – 7,3	6,6	1,07	Non	67,37	+0,3 %
	Scénario de liquidation	—	0,0	0,00	Non	66,30	+2,0 %
Hôtellerie	Expertises indépendantes	103,9 – 108,1	**105,9**	**17,06**	**Oui**	66,93	+1,0 %
	Actualisation des flux de trésorerie	87,0 – 110,3	97,3	15,67	Non	65,54	+3,1 %
	Transactions hôtelières comparables	102,7 – 107,3	105,0	16,92	Non	66,78	+1,2 %
	Prix d'acquisition (référence)	—	96,9	15,61	Non	65,48	+3,2 %
Investissements	Expertises immobilières et participations	—	**127,6**	**20,56**	**Oui**	66,93	+1,0 %
Frais de holding	Perpétuité actualisée	-19,1 – -15,7	**-17,1**	**-2,76**	**Oui**	66,93	+1,0 %
Trésorerie nette ajustée	Comptes au 30/06/2026 retraités	—	**80,2**	**12,92**	**Oui**	66,93	+1,0 %
ANR total		**406,7 – 425,1**	**415,4**	**66,93**		**66,93**	**+1,0 %**

Valeurs d'entreprise, sauf pour les frais de holding et la trésorerie nette ajustée.

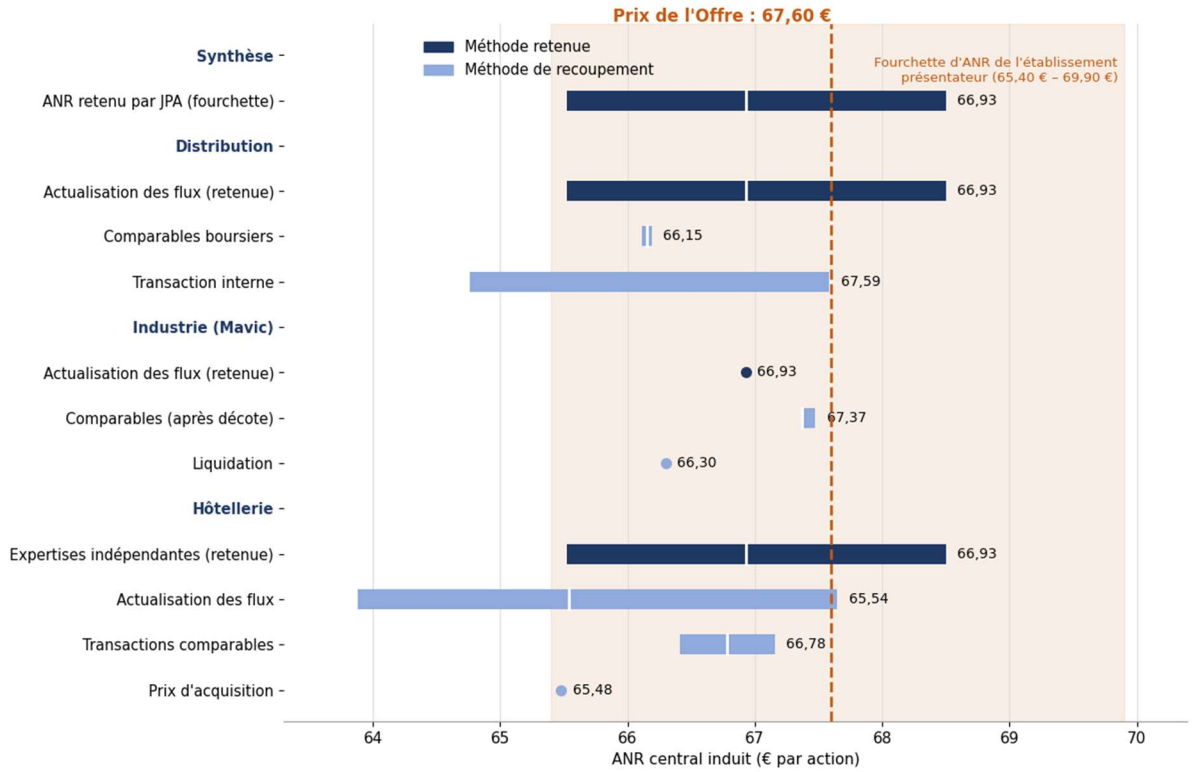
Fourchettes : sensibilité au coût du capital et au taux de croissance à l'infini pour les actualisations de flux ;

Bornes des échantillons ou des agrégats de référence pour les méthodes analogiques ; valeurs basses et hautes des expertises.

ANR induit : ANR central par action obtenu en substituant la valeur centrale de la méthode à celle retenue pour le pôle. Les comparables boursiers sont actualisés sur la base des données LSEG/Refinitiv au 12 octobre 2026 ; les actualisations de flux reposent sur le plan d'affaires, budget 2026 compris (cf. section 2). Le prix d'acquisition des hôtels est présenté pour mémoire.



Graphique 2 — résultat par pôle : valeurs d'entreprise par méthode et valeur retenue par l'établissement présentateur (M€)



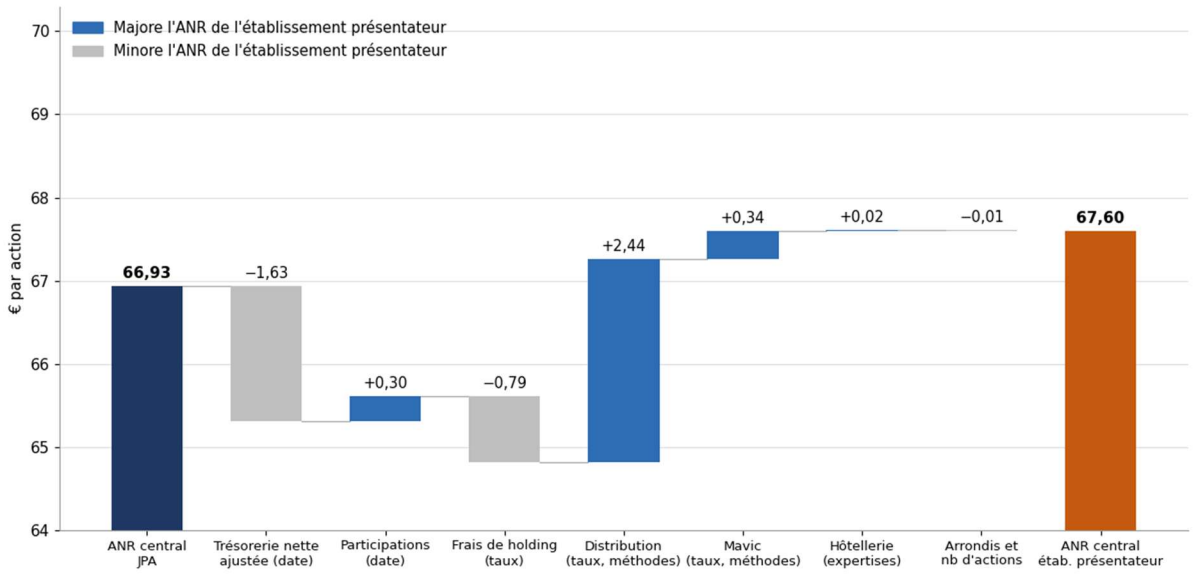
Graphique 3 — ANR central induit par chaque méthode et positionnement du Prix de l'Offre (€ par action)

Quelle que soit la méthode retenue pour chaque pôle, l'ANR central induit reste compris entre 65,48 € et 67,59 € par action. Aucune méthode de recoupement ne fait ressortir une valeur supérieure au Prix de l'Offre : la plus élevée, la transaction interne pour la Distribution, conduit à un ANR central de 67,59 €, égal au Prix de l'Offre au centime près, et les comparables boursiers pour Mavic à 67,37 € (prime de 0,3 %). Toutes les autres conduisent à un ANR inférieur d'au moins 1 % au Prix de l'Offre. Les méthodes que nous n'avons pas retenues ne remettent donc pas en cause notre appréciation.

1.3. Écarts avec les travaux de l'établissement présentateur

En M€ (valeurs centrales)	JPA	Établ. présentateur	Écart (M€)	Écart (€/action)	Origine de l'écart
Distribution	114,9	130,0	-15,1	-2,44	Coût du capital, combinaison des méthodes et la décote de franchise
Industrie (Mavic)	3,9	6,0	-2,1	-0,33	Coût du capital et combinaison des méthodes
Hôtellerie	105,9	106,0	-0,1	-0,02	Arrondi (mêmes expertises immobilières)
Investissements	127,6	129,5	-1,9	-0,30	Date de référence (30/06/2026)
Frais de holding	-17,1	-22,0	+4,9	+0,79	Coût du capital
Trésorerie nette ajustée	80,2	70,1	+10,1	+1,63	Date de référence (30/06/2026)
ANR total	**415,4**	**419,6**	**-4,2**	-0,68	
ANR central (€/action)	**66,93**	**67,60**		**-0,67**	

Écart = JPA – établissement présentateur. Écarts par action calculés sur 6 206 356 actions ; leur somme (-0,68 €) diffère de l'écart d'ANR par action (-0,67 €) parce que l'ANR central de l'établissement présentateur, de 419,6 M€, ressort à 67,61 € sur le nombre d'actions retenu et qu'il l'arrondit à 67,60 €.



Graphique 4 — Passage de l'ANR central de JPA à celui de l'établissement présentateur (€ par action)

Les deux ANR centraux ne diffèrent que de 0,67 € par action, soit 1,0 %. Cette proximité d'ensemble recouvre toutefois des écarts sensibles, de sens opposé, sur plusieurs pôles. Ils tiennent à trois causes : la date de référence des comptes, le coût du capital et, pour la Distribution et Mavic, la manière de combiner les méthodes dont la décote de franchise appliquée par la banque présentatrice.

Date de référence des comptes : +8,2 M€, soit +1,32 € par action

L'établissement présentateur a arrêté ses travaux au 31 décembre 2025 ; nous avons actualisé les nôtres au 30 juin 2026 (cf. section 2). Deux postes en sont affectés.

- **Trésorerie nette ajustée (+10,1 M€) :** notre position au 30 juin 2026 (80,2 M€) intègre l'amélioration de la trésorerie sur le semestre, portée à 83 % par le pôle Investissements. Au 31 décembre 2025, notre trésorerie nette ajustée (69,4 M€) était très proche de celle de l'établissement présentateur (70,1 M€) ; l'écart résiduel de 0,7 M€ est sans portée.
- **Investissements (-1,9 M€) :** la valeur au bilan des participations a reculé de 57,9 M€ à 56,0 M€ sur le semestre. Au 31 décembre 2025, nos valeurs du pôle étaient identiques (129,5 M€).

Ces écarts ne traduisent pas une divergence d'appréciation : ils disparaîtraient si les travaux de l'établissement présentateur étaient actualisés au 30 juin 2026.

Coût du capital : 11,40 % contre 9,32 % pour la Distribution

Notre coût du capital pour la Distribution dépasse d'environ 2,1 points celui de l'établissement présentateur. L'écart provient entièrement de la prime de taille : nous retenons 4,38 % sur octobre 2026, tirée de la prime de taille europe de Fairness Finance, contre 1,21 % pour l'établissement présentateur, tirée de la prime de taille américain Kroll, soit 3,17 points de plus. Hors la prime de taille, notre taux est au contraire inférieur au sien : 7,02 % (taux sans risque de 4,04 % et la prime de risque de marché de 4,94 % pondérée par un bêta de 0,604), contre 8,11 %. Les raisons de notre choix sont exposées en section 3.

Frais de holding (+4,9 M€) : l'établissement présentateur retient -22,0 M€, dans une fourchette de -20 M€ à -24 M€, sur un coût normatif annuel de 1,5 M€ progressant de 1,5 % à 2,0 % par an. En actualisant notre propre coût normatif de 1,67 M€ à son taux de 9,32 %, nous obtenons -21,7 M€, soit 0,3 M€ de sa valeur centrale.

L'écart sur ce poste tient donc au taux, et non à l'appréciation du coût de pilotage.

Distribution : un écart qui ne tient pas qu'au taux (-15,1 M€, soit -2,44 € par action)

On pourrait penser que l'écart sur la Distribution découle simplement de la différence de coût du capital. Ce n'est pas le cas, appliqué à nos flux, construits sur le même plan d'affaires, le taux de 9,32 % porterait notre valeur à 143,3 M€, soit 2,3 M€ seulement au-dessus de la valeur centrale que l'établissement présentateur tire lui-même de son actualisation des flux (141 M€). À taux identique, les deux modèles convergent donc. Le passage de l'une à l'autre se décompose ainsi :

- **valeur retenue par JPA : 114,9 M€ ;**
- **nos flux au coût du capital de l'établissement présentateur (9,32 %) : 143,3 M€, à rapprocher de son propre DCF (141 M€) ;**
- **valeur retenue par l'établissement présentateur : 130,0 M€.**

S'il retient 130,0 M€ et non le résultat de son actualisation des flux, c'est qu'il effectue la moyenne de trois méthodes : l'actualisation des flux (141 M€), les comparables boursiers après une décote de 20 % (131 M€ à 145 M€) et la transaction interne de juillet 2024 sur la base de 6,5 fois l'EBITDA (101 M€ à 119 M€). Nous retenons pour notre part la seule actualisation des flux, nos deux méthodes analogiques servant de recoupement (110,0 M€ et 119,0 M€). L'écart final de 15,1 M€ résulte ainsi de deux effets de sens opposé : un coût du capital supérieur de 2,1 points, qui pèse pour environ 28,5 M€, partiellement compensé par le poids que l'établissement présentateur accorde à des méthodes analogiques plus basses que son propre DCF.

Industrie (Mavic) : -2,1 M€, soit -0,33 € par action

L'établissement présentateur retient 6,0 M€, moyenne de son actualisation des flux (11,0 M€, au coût du capital de 12,84 %) et d'un scénario de liquidation à 0 M€. Appliqué à nos flux, son taux conduirait à 8,1 M€. Nous retenons pour notre part la seule actualisation des flux, soit 3,9 M€ au coût du capital de 16,80 %, l'écart de taux tenant pour l'essentiel à la prime de taille. Le pôle représentant 0,63 € par action, environ 1 % de l'ANR, l'incidence de cet écart reste limitée.

Hôtellerie : un écart d'arrondi

Les deux évaluations reposent sur les mêmes expertises indépendantes d'avril 2026 : nous retenons 105,9 M€ et l'établissement présentateur 106 M€, dans une fourchette de 104 M€ à 108 M€ très proche de la nôtre (103,9 M€ à 108,1 M€).

Synthèse des écarts

Au total, l'actualisation au 30 juin 2026 majore notre ANR de 8,2 M€ par rapport à celui de l'établissement présentateur, tandis que le coût du capital et la combinaison des méthodes le minorent de 12,4 M€ (Distribution, Mavic, Hôtellerie et frais de holding). Le solde, de -4,2 M€ ou -0,67 € par action, traduit une convergence des deux approches. Les fourchettes se recouvrent largement, de 65,52 € à 68,50 € pour la nôtre et de 65,40 € à 69,90 € pour celle de l'établissement présentateur, et le Prix de l'Offre se situe dans l'une comme dans l'autre.

2. Incidence des comptes semestriels au 30 juin 2026

2.1. Démarche

Au 30 juin 2026, le chiffre d'affaires consolidé atteint 159,4 M€ et le résultat net du semestre 12,7 M€. Le groupe est en avance sur son plan, mais cette avance s'explique en grande partie par des éléments ponctuels ou volatils. Le management de la société n'a pas jugé utile de de modifier le business considérant ces éléments ponctuels. L'impact se retrouve sur la trésorerie nette au 30 juin 2026 impactant directement la valeur.

2.2. Distribution

Le pôle réalise un chiffre d'affaires de 133,6 M€, en hausse de 6,0 % sur un an, et un résultat opérationnel courant de 9,4 M€, contre 7,4 M€ un an plus tôt. Ce résultat est établi en IFRS ; pour le comparer au plan, construit hors IFRS 16, il faut neutraliser l'effet des contrats de location. Après ce retraitement, il s'élève à 7 280 k€ pour 5 629 k€ au plan, soit un écart favorable de 1 651 k€.

Cet écart correspond exactement au solde des éléments non récurrents du semestre : 3 071 k€ de crédits ponctuels (2 575 k€ de redevances et 496 k€ d'honoraires), moins 1 420 k€ de charges exceptionnelles sur opérations de gestion. Hors ces éléments, le résultat opérationnel courant hors IFRS 16 revient à 5 629 k€, c'est-à-dire au niveau du plan au millier d'euros près. L'EBITDA conduit au même constat : 7 730 k€ après retraitement, pour 7 698 k€ au plan.

Distribution — en k€, hors IFRS 16	Réel S1 2026	Plan S1 2026	Écart
Chiffre d'affaires	133 640	129 572	+4 068
EBITDA	10 801	7 698	+3 103
Résultat opérationnel courant (EBITA)	7 280	5 629	+1 651
Crédits ponctuels (redevances et honoraires)	-3 071	—	-3 071
Charges exceptionnelles de gestion	+1 420	—	+1 420
EBITDA normalisé	**7 730**	**7 698**	**+32**
EBITA normalisé	**5 629**	**5 629**	**—**

Le taux de marge commerciale recule en outre de 0,5 point, à 34,9 % contre 35,5 % au plan, ce qui représenterait environ 1,4 M€ en année pleine si la tendance se confirmait. La croissance du chiffre d'affaires vient surtout d'un effet de périmètre (ouverture de Mol début 2026, reprise de Tienen) et d'une météo favorable au printemps.

La performance du semestre ne traduit donc pas une amélioration durable de la marge et ne justifie pas de revoir le plan à la hausse. L'ensemble de ces hypothèses a été maintenu, y compris le budget 2026 (chiffre d'affaires de 258,1 M€ et EBITDA hors IFRS 16 de 16,8 M€) et le flux normatif : l'avance du semestre, qui tient pour l'essentiel à des éléments non récurrents, n'a pas été intégrée au flux 2026. La valeur d'entreprise s'établit ainsi à 114,9 M€, contre 120,9 M€ dans notre rapport, sous l'effet de la seule hausse du coût du capital.

Nous n'avons pas jugé pertinent de modifier unilatéralement les hypothèses du plan d'affaires pour tenir compte de cette avance.

L'écart favorable entre le réel du semestre et le plan présente en effet un caractère exceptionnel, qui ne permet pas de l'extrapoler :

- **Des facteurs conjoncturels :** au-delà des éléments non récurrents isolés ci-dessus, la croissance du chiffre d'affaires a été portée par des conditions météorologiques particulièrement favorables, propices aux ventes de climatisation, de piscines hors sol, de mobilier et d'outillage de jardin. Ces conditions ne se reproduisent pas d'une année sur l'autre et ne traduisent ni un renforcement du positionnement concurrentiel du pôle, ni une amélioration de ses conditions d'achat : le taux de marge commerciale recule d'ailleurs sur le semestre.
- **Un effet inverse attendu au second semestre :** l'activité est saisonnière et le second semestre porte la saison de chauffage, sur laquelle les températures douces anticipées pour l'hiver devraient peser. Le plan d'affaires prévoit une croissance de 2,7 % sur l'ensemble de l'exercice, soit implicitement un chiffre d'affaires en recul de 0,6 % au second semestre.
- **Un effet de base défavorable en 2027 :** comme à l'issue de la crise sanitaire, les achats d'équipement avancés en 2026 n'ont pas vocation à être renouvelés, ce qui pèsera sur l'activité du premier semestre 2027 et au-delà.
- **Un objectif annuel inchangé :** la société maintient son objectif de marge d'EBITDA de 6,5 % pour 2026, cohérent avec le budget que nous retenons (16,8 M€ pour 258,1 M€ de chiffre d'affaires). La direction ne considère donc pas la performance du semestre comme une révision de sa trajectoire.

Intégrer cette avance au plan d'affaires reviendrait à pérenniser un effet ponctuel, au travers du flux normatif et de la valeur terminale dans l'actualisation des flux, et des agrégats auxquels s'appliquent les multiples dans les méthodes analogiques. Cela conduirait à surestimer la valeur du pôle. À titre d'ordre de grandeur, l'écart de 1,7 M€ constaté sur le résultat opérationnel courant du semestre représenterait, après impôt, environ 1,2 M€, soit 0,20 € par action, s'il était intégralement conservé sur l'exercice : même dans cette hypothèse, l'incidence sur l'ANR resterait limitée et ne modifierait pas notre appréciation.

Projet d'arrêt des activités en Wallonie

Ce projet, mentionné dans le rapport semestriel, est en cours d'examen avec le franchiseur. Il ne figure pas dans le plan d'affaires et n'est donc pas pris en compte dans notre évaluation.

2.3. Industrie (Mavic)

Le chiffre d'affaires du semestre s'élève à 16 978 k€, en retrait de 13,6 % sur le plan proratisé et de 10,7 % sur le premier semestre 2025. Le résultat opérationnel courant, agrégat retenu par l'évaluateur, ressort à -2 443 k€ pour -2 608 k€ au plan : l'écart favorable de 165 k€ tient à 620 k€ de reprises nettes de provisions. L'EBITDA hors IFRS 16 est en revanche inférieur au plan (-2 444 k€ contre -1 675 k€). Le point d'attention n'est donc pas le résultat du semestre, proche de la prévision, mais le retard de chiffre d'affaires : pour atteindre les 34,0 M€ du plan annuel, Mavic devrait réaliser 17,0 M€ au second semestre, contre 13,9 M€ au second semestre 2025.

Le plan d'affaires de Mavic n'a pas été révisé, y compris pour 2026 (chiffre d'affaires de 34,0 M€ et EBITDA hors IFRS 16 de -6,3 M€). La valeur centrale du pôle reste ainsi de 3,9 M€, comme dans notre rapport, la légère hausse du coût du capital (16,80 % contre 16,78 %) n'ayant qu'un effet marginal. Elle représente 0,63 € par action, environ 1 % de l'ANR : une révision à la baisse du plan n'aurait donc pas d'incidence significative. Le retard constaté reste néanmoins le principal risque d'exécution du plan du groupe.

2.4. Hôtellerie

Le pôle réalise un chiffre d'affaires de 5 618 k€, proche du plan (-1,8 %), et un EBITDA de 2 601 k€. Comparé à l'EBITDAR après management fees du plan (2 366 k€), celui-ci le dépasse de 9,9 %, avec une marge de 46,3 % contre 41,3 %. Le plan du pôle s'arrête au résultat opérationnel net, sans descendre jusqu'au résultat opérationnel courant ; c'est donc cet agrégat du plan que nous avons utilisé. Le recul de 6,6 % du chiffre d'affaires de Lord Byron est compensé par la bonne tenue de l'hôtel Lumen.

Cet atterrissage ne remet pas en cause les expertises indépendantes d'avril 2026, sur lesquelles repose la valeur retenue. Celle-ci est maintenue à 105,9 M€. En recoupement, l'actualisation des flux du plan d'affaires donne 97,3 M€.

2.5. Investissements et trésorerie nette ajustée

Les actifs financiers à la juste valeur passent de 142,1 M€ à 150,4 M€. Le pôle Investissements dégage sur le semestre un résultat financier de 10,1 M€, dont une partie est volatile et n'était pas prévue au plan : 507 k€ nets d'effets de juste valeur et 1 587 k€ nets de dépréciations.

La hausse de 8,3 M€ des actifs financiers résulte pour l'essentiel du réemploi en placements financiers des flux encaissés sur le semestre par le pôle Investissements :

- **Revenus du portefeuille :** 6,0 M€ de produits financiers, principalement les coupons des contrats obligataires et les revenus des contrats de capitalisation, laissés investis ;
- **Cession d'une participation :** 5,0 M€ de produit de cession d'une ligne d'investissement financier, dont la plus-value latente était estimée à 3,8 M€ au 31 décembre 2025. Une partie de ce produit a financé les 3,9 M€ d'investissements réalisés dans les participations sur le semestre, le solde ayant été replacé ;
- **Effets de juste valeur :** 507 k€ nets sur le semestre.

Ces placements étant compris dans la trésorerie nette ajustée, leur progression est entièrement reflétée dans l'amélioration de celle-ci, présentée ci-dessous. Elle n'est donc pas comptée une seconde fois dans l'ANR. Comme indiqué en section 4.2, ces actifs étant comptabilisés à leur juste valeur, ils ne portent pas de fiscalité latente à déduire.

Cette mise à jour a deux conséquences, de sens opposé.

- **Pôle Investissements :** la valeur au bilan des participations retenues baisse de 57,9M€ à 56,0 M€. Compte tenu de 7,1 M€ de plus-values latentes nettes et d'une fiscalité latente de 25 %, leur valeur réévaluée s'établit à 61,4 M€, contre 63,2 M€. Le pôle est ainsi valorisé à 127,6 M€ au lieu de 129,5 M€, l'immobilier restant inchangé à 66,3 M€.
- **Trésorerie nette ajustée : la trésorerie nette consolidée hors dettes locatives passe de 81,4 M€ à 92,3 M€. Après retraitements, la trésorerie nette ajustée retenue dans l'ANR s'élève à 80,2 M€ contre 69,4 M€, soit 12,92 € par action au lieu de 11,18 €.**

Le pôle Investissements explique 83 % de l'amélioration de 10,9 M€ de la trésorerie ; le reste se répartit entre l'Hôtellerie, la Distribution et l'Industrie.

L'estimation des plus-values latentes sur les participations, établie par la société au 31 décembre 2025, n'a pas été actualisée. Sa mise à jour est en cours et pourrait jouer dans un sens comme dans l'autre, d'autant que la valeur au bilan des titres a reculé sur le semestre.

2.6. Frais de holding

Les frais de structure du semestre atteignent 1 629 k€, pour 1 429 k€ au plan, soit 14 % de plus. Nous avons conservé le coût normatif annuel de 1,67 M€ retenu dans notre rapport : le dépassement porte sur des dépenses de personnel et des honoraires dont le

caractère récurrent n'est pas démontré. La valeur actualisée de ces coûts passe de -18,1 M€ à -17,1 M€, uniquement du fait de la hausse du coût du capital.

2.7. Actif net réévalué actualisé

Compte tenu des comptes au 30 juin 2026 et des paramètres de marché actualisés, l'ANR s'établit comme suit.

Pôle / agrégat	Rapport M€	MAJ M€	Écart
Distribution	120,9	114,9	-6,0
Industrie (Mavic)	3,9	3,9	—
Hôtellerie	105,9	105,9	—
Investissements	129,5	127,6	-1,9
Frais de holding	-18,1	-17,1	+1,0
Trésorerie nette ajustée	69,4	80,2	+10,8
ANR total	**411,6**	**415,4**	**+3,8**
ANR central (€/action)	**66,31**	**66,93**	**+0,62**

Les totaux sont calculés sur les valeurs non arrondies ; la somme des montants affichés peut présenter un écart d'arrondi.

La fourchette d'ANR va désormais de 65,52 € à 68,50 € par action, contre 64,78 € à 68,04 € dans notre rapport. Le Prix de l'Offre de 67,60 € fait ressortir une prime de 1,0 % sur la valeur centrale, contre 1,9 % auparavant, et reste dans la fourchette.

Le tableau ci-dessous détaille le passage d'un ANR à l'autre.

Étape	M€	€/action	Nature
ANR central du rapport du 02/09/2026	**411,6**	**66,31**	
Participations au 30/06/2026	-1,9	-0,30	Atterrissage
Trésorerie nette ajustée au 30/06/2026	+10,8	+1,74	Atterrissage
Sous-total après atterrissage	**420,5**	**67,75**	
Distribution — taux et bêta (WACC 10,88 % → 11,61 %)	-8,3	-1,33	Paramètres
Distribution — prime de taille 4,59 % → 4,38 %	+2,2	+0,36	Paramètres
Industrie (WACC 16,78 % → 16,80 %)	—	—	Paramètres
Frais de holding (WACC de la Distribution)	+1,0	+0,16	Paramètres
ANR central actualisé	**415,4**	**66,93**	

Les totaux sont calculés sur les valeurs non arrondies.

L'atterrissage du bilan au 30 juin 2026 apporte 1,44 € par action, principalement grâce à la trésorerie. L'actualisation des paramètres de marché retire 0,82 €, baisse de la prime de taille de la Distribution comprise. Au total, l'ANR central progresse de 0,62 € par action.

3. Taux d'actualisation et primes de taille

3.1. Paramètres retenus

Les taux d'actualisation sont calculés selon le modèle d'équilibre des actifs financiers. Le levier étant nul, le coût du capital se confond avec le coût des fonds propres. Tous les paramètres de marché proviennent d'une même source, Fairness Finance : au 30 juin 2026 pour le taux sans risque et la prime de risque de marché, au 30 septembre 2026 pour les primes de taille.

Paramètre	Rapport	MAJ 30/06/2026	Écart
Taux sans risque	3,15 %	4,04 %	+89 pb
Prime de risque de marché	5,76 %	4,94 %	-82 pb
Distribution			
Bêta désendetté	0,544	0,604	+0,060
Prime de taille	4,59 %	4,38 %	-21 pb
Coût du capital	**10,88 %**	**11,40 %**	**+52 pb**
Industrie (Mavic)			
Bêta désendetté	1,053	1,052	-0,001
Prime de taille	7,56 %	7,56 %	—
Coût du capital	**16,78 %**	**16,80 %**	**+2 pb**

Bêtas issus de LSEG/Refinitiv. Distribution : médiane de Mr Bricolage, Byggmax, Hornbach et Kingfisher. Mavic : moyenne de Bike24, WS WeSports Group et Halfords.

3.2. Prime de taille retenue pour la Distribution

Nous retenons une prime de 4,38 %, qui correspond, dans la prime de taille europe de Fairness Finance mis à jour au 30 septembre 2026, à la tranche des sociétés dont la capitalisation dépasse 120 M€.

La base de taille est celle du pôle, et non celle du groupe. Dans notre rapport, la valeur d'entreprise de la Distribution était de 120,9 M€ ; en y ajoutant la trésorerie nette propre à l'activité (10,5 M€), on obtient une base de capitalisation de 131,4 M€, qui se situe dans la tranche retenue. Après actualisation au 30 juin 2026, cette base est de 125,3 M€ et reste dans la même tranche : le passage de la prime de 4,59 % à 4,38 % tient à la mise à jour de la prime de taille, pas à un changement de tranche. En recoupement, LSEG/Refinitiv donne une capitalisation boursière de 419 M€ pour Bourrelier Group au 30

juin 2026. Ce chiffre couvre toutefois l'ensemble des pôles et la trésorerie du groupe ; il n'est pas représentatif de la seule activité de distribution.

Nous avons aussi tenu compte du profil propre du pôle. Il affiche certes un chiffre d'affaires de l'ordre de 250 M€, une rentabilité positive et aucun endettement. Mais il reste un franchisé mono-enseigne, qui dépend d'Intergamma pour l'assortiment, la politique commerciale et les remises de fin d'année, dans une relation de surcroît contentieuse. Pour la prime de taille, la taille pertinente est la valeur des capitaux propres, non le chiffre d'affaires.

3.3. Prime de taille retenue pour Mavic

Nous retenons une prime de 7,56 %, celle de la tranche la plus basse de la prime de taille, qui regroupe les sociétés dont la capitalisation est inférieure à 10 M€.

Mavic n'est pas cotée. Selon notre actualisation des flux, sa valeur d'entreprise est de 3,9 M€, et ses capitaux propres sont négatifs de 46,7 M€ au 30 juin 2026, l'activité étant financée par les comptes courants du groupe. Les trois offres reçues en 2025 étaient toutes en valeur négative, entre -4 M€ et -10 M€. Seule la tranche la plus basse de la prime de taille correspond donc à la taille réelle de l'actif évalué.

3.4. Origine de l'écart avec Kroll

L'écart entre nos primes et celles de l'établissement présentateur tient aux sources, et non à la tranche de taille. Kroll construit ses primes sur l'historique long du marché américain, par décile de capitalisation. Fairness Finance travaille sur un échantillon européen, avec sa propre méthodologie, une période d'observation plus récente et des tranches de capitalisation plus fines. À taille comparable, l'Europe donne des primes nettement plus élevées, en raison du marché de référence, de la profondeur d'historique et du traitement de la prime de liquidité.

Nous avons privilégié la cohérence des sources : le taux sans risque et la prime de risque de marché viennent eux aussi de Fairness Finance, pour la zone euro et la France. Associer une prime de risque européenne à une prime de taille américaine nous aurait semblé peut-être moins homogène. Les extraits des sources utilisés, avec leur date d'arrêté, sont joints au présent addendum.

4. Passage à la trésorerie nette ajustée

La trésorerie nette ajustée retenue dans l'actif net réévalué s'obtient en deux temps : la position de trésorerie nette consolidée au 30 juin 2026, hors dettes locatives, puis les retraitements destinés à n'y laisser que les éléments effectivement disponibles pour l'actionnaire. Les deux tableaux ci-après en présentent le détail ; les points sur lesquels l'Autorité des marchés financiers nous a interrogés sont repris aux paragraphes 4.1 et 4.2.

En M€, au 30/06/2026	Investissements	Distribution	Industrie	Hôtellerie	Total groupe
Emprunts et dettes financières (hors IFRS 16)	42,0	0,4	1,9	29,0	**72,4**
Trésorerie disponible	0,5	10,9	2,2	0,7	**14,3**
Actifs financiers à la juste valeur	149,4	—	—	1,0	**150,4**
Position de trésorerie nette	107,9	10,5	0,3	(27,3)	**92,3**

Source : états financiers consolidés au 30 juin 2026, bilan sectoriel. Le total groupe intègre une élimination inter-secteurs de 0,8 M€ sur les emprunts. Les dettes locatives IFRS 16 sont exclues, par cohérence avec les flux du plan d'affaires.

Du bilan consolidé à l'actif net réévalué, en M€	30/06/2026
Trésorerie nette consolidée, hors dettes locatives	92,3
Engagements envers le personnel, nets d'impôt	(1,3)
Provisions	(6,8)
Participation dans la SCI du Rond-Point 12	1,5
Intérêts minoritaires	(0,8)
Produit Intergamma encaissé, non provisionné	(4,7)
Trésorerie nette ajustée retenue dans l'ANR	**80,2**
soit, par action	**12,92 €**

Les engagements envers le personnel (1,3 M€) et les provisions (6,8 M€) sont reconduits sur la base du 31 décembre 2025 (cf. § 4.1). La participation dans la SCI du Rond-Point 12, société propriétaire des murs d'un magasin détenue à 50 %, est réintégrée car valorisée hors trésorerie. Le produit Intergamma de 4,7 M€, encaissé mais non provisionné alors que le litige se poursuit, est neutralisé : il est traité par le complément de prix (cf. § 6).

4.1. Provisions rattachées à Mavic

Nous confirmons que les 4,8 M€ de provisions propres à Mavic (2,0 M€ au titre du plan de sauvegarde de l'emploi et 2,8 M€ de provisions diverses) ne figurent pas dans les flux du modèle d'actualisation. Ce modèle repose sur les agrégats d'exploitation du plan d'affaires : EBITDA, investissements et variation du besoin en fonds de roulement. Les provisions inscrites au bilan n'y entrent pas ; il n'y a donc pas de double déduction.

Leur déduction au niveau du groupe découle du scénario retenu. Notre valeur centrale pour Mavic suppose la poursuite de l'activité, et non une liquidation, conformément à l'intention du management et à la situation de marché : les offres reçues en 2025 étant

toutes en valeur négative, une cession serait défavorable au groupe. Dans notre rapport, le scénario de liquidation n'a servi qu'à titre informatif ; il n'entre pas dans la valeur centrale.

Dans l'hypothèse de continuité, ces passifs restent à la charge de l'ensemble consolidé, qui finance Mavic par comptes courants à hauteur de 49,4 M€ (déjà provisionnés). Il est donc cohérent de les déduire au niveau du groupe. Les provisions courantes du bilan sont passées de 7,6 M€ à 5,4 M€ au 30 juin 2026, à la suite de reprises sur Mavic et Mayflower. Par prudence, nous avons conservé le montant de 6,8 M€ arrêté au 31 décembre 2025.

4.2. Actifs financiers à la juste valeur

Les actifs financiers à la juste valeur s'élèvent à 150,4 M€ au 30 juin 2026, contre 142,1 M€ six mois plus tôt. Le pôle Investissements en détient 149,4 M€, le solde revenant à l'Hôtellerie. Ces actifs, qui comprennent notamment des contrats de capitalisation, sont distincts des participations financières non courantes, valorisées séparément dans le pôle Investissements.

Selon les informations communiquées par la société et l'établissement présentateur, les 142,1 M€ détenus au 31 décembre 2025 se décomposent comme suit :

- **Contrats de capitalisation :** 45,9 M€, souscrits depuis plus de quatre ans et liquides ;
- **Contrats obligataires :** 75,4 M€, souscrits en décembre 2025 pour une durée de 24 mois, avec possibilité de remboursements anticipés partiels ;
- **Compte à terme :** 3,3 M€, à échéance de septembre 2026 ;
- **OPCVM :** 6,3 M€, liquides ;
- **Produits structurés :** 11,2 M€, illiquides et sans clause de remboursement anticipé.

Plus de 90 % de ces actifs sont ainsi liquides ou mobilisables à court terme. Seuls les produits structurés, soit 8 % du total, ne le sont pas ; inscrits à leur juste valeur, ils sont retenus pour leur montant.

Sur le plan fiscal, la différence de traitement avec les participations financières tient au mode de comptabilisation. Les actifs financiers à la juste valeur figurent au bilan à leur valeur de marché : leurs variations passent en résultat et l'impôt correspondant est constaté dans les comptes consolidés au fur et à mesure. Il ne reste donc aucune plus-value latente non fiscalisée à retraiter. Les participations financières, elles, sont inscrites à leur coût de revient : la plus-value latente de 7,1 M€ estimée par la société n'est jamais passée par le résultat, et il faut donc en déduire une fiscalité latente de 25 % lorsqu'on la réintègre dans la valeur du pôle. C'est cette asymétrie comptable qui justifie de retraiter les unes et pas les autres.

5. Analyse du cours de bourse à la veille de l'annonce

Nous reprenons ci-dessous l'analyse du cours en l'arrêtant à la veille de l'annonce de l'Offre, le 2 juillet 2026. La dernière séance ayant donné lieu à un échange est celle du 30 juin 2026.

Référence	Cours (€)	Prime de l'Offre	Volume (titres)
Dernier cours coté (30/06/2026)	48,00	+40,8 %	4
CMPV 20 séances	48,90	+38,2 %	105
CMPV 60 séances	48,89	+38,3 %	845
CMPV 120 séances	47,30	+42,9 %	1 822
CMPV 180 séances	45,70	+47,9 %	2 490
CMPV 250 séances	46,03	+46,9 %	3 411
Plus haut 12 mois (en séance, mai 2026)	54,00	+25,2 %	
Plus bas 12 mois (octobre 2025)	39,40	+71,6 %	
Plus haut 24 mois (octobre 2024)	57,50	+17,6 %	

Source : série quotidienne Refinitiv Eikon (ALBOU.PA), cours moyens pondérés par les volumes, arrêtés à la dernière séance ayant donné lieu à un échange avant l'annonce. Le plus haut sur douze mois de 54,00 € est un plus haut en séance : notre série le situe au 25 mai 2026, pour une clôture de 48,80 €, tandis que l'établissement présentateur le date des 10 et 11 juin 2026 ; le niveau retenu est identique. Le plus haut sur vingt-quatre mois provient d'une extraction distincte, la série dont nous disposons ne couvrant que les douze mois précédant l'annonce.

Sur cette base, le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 25,2 % à 71,6 % sur les références des douze mois précédant l'annonce, et d'environ 38 % à 47 % sur les cours moyens pondérés. Par rapport au plus haut sur vingt-quatre mois, atteint en octobre 2024, la prime est de 17,6 %.

La conclusion de notre rapport, qui évoquait une prime significative sur le cours de bourse, s'appuie sur cette analyse arrêtée avant l'annonce : nous la confirmons, en précisant expressément la date d'arrêté retenue.

5.1. Liquidité du titre avant l'annonce

Sur les 250 séances précédant l'annonce, 3 411 titres ont été échangés, et 138 séances (55,2 %) n'ont donné lieu à aucune transaction. Le taux de rotation est de 37 % des titres détenus par le public et de 28 % des titres visés par l'Offre. C'est précisément cette liquidité très réduite qui nous conduit à ne retenir le cours de bourse qu'à titre indicatif.

5.2. Évolution du cours après l'annonce

Depuis l'annonce, le cours s'est aligné sur le Prix de l'Offre, entre 67,00 € et 69,50 €, sur de faibles volumes. Le 31 août 2026, il a clôturé à 67,40 €, soit une prime nulle : c'est le comportement attendu d'un titre visé par une offre en numéraire à prix ferme.

Le cours n'a dépassé 69,50 € qu'une fois, le 21 juillet 2026, à 70,00 € sur 311 titres. Cette séance isolée, sur un flottant de 9 195 titres, ne constitue pas une référence de valeur : elle reflète l'ajustement de quelques ordres dans un marché étroit, et non une valeur supérieure au Prix de l'Offre. Les cours postérieurs à l'annonce sont donc présentés pour information et ne servent pas de référence d'évaluation.

6. Complément de prix

6.1. Montant retenu dans l'illustration

Dans notre rapport, l'illustration du paragraphe 9.3 retenait 4,4 M€, soit le principal de 3,21 M€ et les frais de 1,21 M€ fixés par les sentences de 2021. Les intérêts de retard, encaissés par la société pour environ 0,2 M€, n'avaient pas été repris et maintenant intégrés au calcul.

L'illustration modifiée est la suivante :

Composante (illustration)	M€
Versement effectif	4,7
Frais de défense non comptabilisés au 31/12/2025	(0,8)
Honoraires d'arbitrage et du NAI	(0,4)
Assiette imposable	**3,5**
Impôt sur les sociétés (25 %)	(0,9)
Montant net	**2,6**
Nombre total d'actions (base diluée)	6 221 343
Complément de prix par action	**≈ 0,42 €**

Le complément de prix est rapporté, conformément à la formule du projet de note d'information, au nombre total d'actions sur une base pleinement diluée (6 221 343). L'actif net réévalué est pour sa part rapporté au nombre d'actions retenu pour l'évaluation (6 206 356), net des actions auto-détenues.

Le complément de prix par action passe ainsi de 0,39 € à 0,42 €, soit 0,03 € de plus. Le projet de note d'information mis à jour le 14 octobre 2026 retient d'ailleurs, dans son propre exemple, un montant net de l'ordre de 4,7 M€ et un complément d'environ 0,42 € par action : notre illustration corrigée rejoint donc celle de l'Initiateur. Cette correction ne change pas notre appréciation. Le complément reste un droit conditionnel, subordonné au jugement définitif et à un versement effectif et acquis au plus tard le 24 juillet 2031, et ni sa survenance ni son montant ne peuvent être tenus pour acquis.

6.2. Situation des actionnaires dont les titres sont transférés dans le retrait obligatoire

Nous prenons acte de la confirmation que les actionnaires dont les actions seront transférées dans le cadre du retrait obligatoire recevront une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit 67,60 € par action.

Le projet de note d'information mis à jour le 14 octobre 2026 élargit le champ des bénéficiaires du complément de prix. Dans la version initiale, ce droit était réservé aux actionnaires apportant leurs titres à la procédure semi-centralisée. Il s'étend désormais aux actionnaires visés par le retrait obligatoire : selon le paragraphe 2.2.3, ont droit au complément de prix les seuls actionnaires ayant apporté leurs actions à l'Offre « ou ceux dont les Actions feront l'objet de la procédure de Retrait Obligatoire », et l'agent centralisateur créera autant de titres financiers que d'actions apportées à l'Offre ou transférées dans le cadre du retrait obligatoire.

Tout actionnaire minoritaire encore propriétaire de ses titres à la clôture de l'Offre est donc traité de la même manière, qu'il apporte ses actions ou reste passif : il reçoit 67,60 € par action, assortis du droit à complément de prix. Seuls en seraient privés ceux qui vendraient leurs titres sur le marché avant la clôture, ce qui est logique pour une sortie anticipée au profit d'un tiers.

Cette modification lève la réserve que nous aurions sinon formulée. Dans la version initiale du mécanisme, l'actionnaire resté passif aurait perdu une valeur estimée à 0,42 € par action, soit 0,6 % du Prix de l'Offre, et le dispositif aurait incité à apporter ses titres plutôt qu'à subir le retrait obligatoire. Ce n'est plus le cas : l'égalité de traitement entre actionnaires minoritaires est assurée, ce qui constitue à nos yeux une amélioration du dispositif pour ces derniers.

Nous notons toutefois que la remarque liminaire du paragraphe 3 du projet de note d'information, en tête des éléments d'appréciation du prix établis par l'établissement présentateur, indique encore que « seuls les actionnaires minoritaires ayant apporté leurs titres à l'Offre pourront avoir droit au Complément de Prix par Action ». Cette rédaction, antérieure à la modification, devrait être alignée sur le paragraphe 2.2.3 pour lever toute ambiguïté.

7. Conclusion

Après prise en compte des comptes semestriels au 30 juin 2026 et actualisation des paramètres de marché, l'actif net réévalué central s'établit **à 66,93 € par action, contre 66,31 € dans notre rapport, dans une fourchette de 65,52 € à 68,50 €**. L'amélioration apportée par le semestre, portée par la trésorerie, n'est que partiellement compensée par la hausse du coût du capital.

Le Prix de l'Offre de 67,60 € par action reste compris dans cette fourchette et fait ressortir une prime de 1,0 % sur la valeur centrale. Il offre également une prime de 11,9 % sur l'actif net comptable au 30 juin 2026, de 28,8 % sur le prix de l'offre publique de retrait de 2021 et de 38 % à 47 % sur les cours moyens pondérés antérieurs à l'annonce. Tous les actionnaires minoritaires, qu'ils apportent leurs titres ou que ceux-ci soient transférés dans le cadre du retrait obligatoire, perçoivent au minimum ce prix et bénéficient du droit à complément de prix.

En conséquence, les précisions et l'actualisation présentées dans le présent addendum ne modifient pas les conclusions de notre rapport du 2 septembre 2026. Nous confirmons que le prix de 67,60 € par action est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la société BOURRELIER GROUP visés par l'Offre, y compris dans la perspective de la mise en œuvre du retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 16 octobre 2026.

JPA - Jacques Potdevin & Associés



Expert indépendant,

Représenté par Damien Potdevin