

Vivendi est sur le point de distribuer UMG, son principal actif

L'empire Bolloré à l'heure d'

Opérations Premier actionnaire de Vivendi, Vincent Bolloré sera l'un des grands bénéficiaires de la vente d'UMG. Le prélude, sans doute, à d'autres mouvements.

La date figure depuis longtemps dans tous les agendas des fidèles actionnaires comme des commentateurs de l'empire Bolloré. Le 17 février 2022, qui marquera le bicentenaire du conglomérat breton, doit aussi consacrer sa transmission entre les mains de la septième génération. En vérité, ce passage de témoin a déjà commencé, avec la nomination de Cyrille à la tête de Bolloré SE et de Yannick comme président du conseil de surveillance de Vivendi. Deux des quatre enfants de Vincent Bolloré, lui-même PDG de la Compagnie de l'Odéon, sont donc bien placés. Mais qui croira à une véritable mise en retrait de cet investisseur milliardaire, qui a repris, redressé et déployé l'affaire familiale ces qua-

rentes dernières années ? A quelques mois de ce bicentenaire – et de ses 70 ans –, ce n'est pas le moindre de ses « coups » que l'homme d'affaires est en train de réussir, avec Universal Music Group (UMG), dont il obtient une valorisation presque cinq fois supérieure à l'offre que Vivendi avait repoussée en 2013... En bon gestionnaire, il faut savoir concrétiser sa plus-value, et les minoritaires de Vivendi vont, eux aussi, en profiter. La montée au capital de Vivendi, le redressement des activités de ce conglomérat des médias, la cession par blocs du capital d'UMG et la préparation de la mise en Bourse de cette filiale... Ces dossiers ont mobilisé les équipes. Certains y voient autant de nouvelles étapes vers une simplification de la structure, dans l'optique du change-

ment de génération. « *Le jour où on s'ennuiera, on simplifiera l'actionariat* », avait plaisanté en assemblée générale Cyrille Bolloré, en mai 2019.

Il suffit de jeter un œil sur l'organigramme pour mesurer l'ampleur de la tâche. Mais ces « *poulies bretonnes* » ont surtout permis à Vincent Bolloré de contrôler tout un empire avec peu de capital. Et c'est dans ses méandres que se cache la valeur. Connue pour ses paris baissiers, Muddy Waters, en 2015, s'était fait surprendre : « *C'est la première fois dans nos carrières d'investisseurs que nous sommes confrontés à une situation où l'opacité d'une entreprise est une raison d'acheter l'action* ». Six ans plus tard, le potentiel boursier est toujours là. — **DOSSIER RÉALISÉ PAR MURIEL BREIMAN ET DELPHINE TILLAUX**

Bolloré SE

Les paris souvent gagnants du navire amiral

INDUSTRIEL — Le navire amiral de l'empire Bolloré est, depuis deux ans, dirigé par l'un des fils de Vincent Bolloré, Cyrille. Son profil associé des activités industrielles et une participation chez Vivendi, un peu inférieure à 30% du capital. Bolloré SE est notamment connu pour ses concessions portuaires en Afrique, où la dynamique est bonne malgré la crise sanitaire. Ses activités logistiques sur le continent ont d'ailleurs souffert à cause de l'arrêt de beaucoup de projets miniers et pétroliers, qui ont toutefois commencé à redémarrer au printemps. Après un bon début

d'année, la commission de transport (où les résultats de Bolloré tiennent aux volumes traités et non aux tarifs) est restée très bien orientée au deuxième trimestre. « *Cela tient à la bonne marche de l'Asie et de l'Europe, et toujours à des flux exceptionnels liés à la crise sanitaire, désormais davantage pour le transport de tests [contre la Covid-19] plutôt que de masques* », détaille un dirigeant du groupe. Au total, le résultat opérationnel du pôle Transport et Logistique a progressé de 17% au premier semestre sur un an, et de 10% par rapport au premier semestre 2019, avant la crise.

Quant au pôle Stockage d'électricité et systèmes, il a réduit ses pertes (50 millions d'euros au premier semestre, contre 67 millions il y a un an). Oublié Autolib : les activités d'autopartage, progressivement arrêtées ou cédées, auront bientôt disparu du groupe, qui se concentre sur les bus et les batteries – toujours avec la technologie maison, lithium métal polymère. Un des rares paris manqués de Bolloré.

QUESTION D'INFLUENCE

Celui sur Vivendi, lui, est clairement gagnant. Et le groupe de communication représente aujourd'hui environ 80% du résultat opérationnel ajusté de Bolloré SE, plus de 1 milliard d'euros au premier semestre. Vincent Bolloré a commencé à y mettre un pied lorsqu'il a vendu ses chaînes de télévision à Canal+ en échange de 1,3% du capital de Vivendi. Dix ans plus tard, c'est une autre musique qui résonne aux oreilles du marché. Les actionnaires de Vivendi s'approprient à se partager

sa filiale UMG (lire ci-dessous). Pour sa part, Bolloré va donc recevoir 18% du producteur musical. Reste à décider du traitement comptable de cette participation. Deux options sont sur la table : « *Elle pourra être mise en équivalence, auquel cas le résultat net de Bolloré intégrera 28% [18% en direct + les 10% d'UMG qui seront conservés par Vivendi après la scission] du résultat d'UMG, si nous considérons que Bolloré a une "influence notable" sur la société. Sinon, elle sera traitée comme une participation financière, et les dividendes perçus seront intégrés au résultat financier de Bolloré. Tout dépend de l'analyse comptable que nous allons faire, après la cotation d'UMG, pour les comptes de l'exercice 2021* », explique-t-on en interne. Comment s'écrira la suite de la partition ? Les observateurs ne manquent pas d'imagination (lire page ci-contre), même s'ils ont l'habitude d'être toujours surpris par les mouvements du chef d'orchestre. — **M. B.**

Vivendi

L'introduction en Bourse d'UMG, l'élément déclencheur

TOURNANT — Le 21 septembre prochain, Universal Music Group (UMG) fera son entrée à la Bourse d'Amsterdam (la date est pour l'instant inchangée). Vivendi, la maison mère du numéro un mondial du divertissement musical, a franchi, depuis l'annonce du projet en février dernier, une grande partie des étapes nécessaires à l'opération. Elle passera par la distribution de 60% du capital et des droits de vote d'UMG aux actionnaires de Vivendi, sous la forme d'un dividende en nature.

30 MILLIARDS SINON RIEN

Le sujet traîne depuis longtemps, avec l'idée sous-jacente de révé-

ler la vraie valeur de cette « pépite cachée » et donc celle du groupe de médias et de communication. A l'occasion de l'assemblée générale de Vivendi de 2017, Vincent Bolloré avait déclaré que sa filiale avait été valorisée 20 milliards d'euros par « *certaines banques d'affaires dans le cadre d'appels d'offres d'introduction en Bourse* », même si « *personne n'est capable de dire combien ça vaut si vous ne le mettez pas en Bourse* ». En 2013, on parlait de moins de 7 milliards de valeur d'entreprise pour 100% du capital d'UMG. Vincent Bolloré, alors président du Conseil de surveillance, avait, lui, fixé un plancher de 30 mil-

liards d'euros pour déclencher l'opération. C'est sur cette base que deux tranches de 10% ont été cédées au consortium mené par Tencent, et c'est sur la base de 35 milliards d'euros que Pershing Square a pris récemment un ticket de 71%, avec une option pour 2,9% supplémentaires en septembre. La valorisation d'UMG et donc de Vivendi varie fortement d'un broker à l'autre. Après la publication de très bons résultats semestriels par le groupe, JPMorgan Cazenove indiquait : « *Nous pensons qu'UMG seul [...] constituera l'un des meilleurs actifs du marché européen [de la musique] et que notre valorisation [par la somme des parties] d'environ 62 milliards de dollars [52,4 milliards d'euros] devrait s'avérer prudente à terme* ».

Autant dire que Vivendi, qui devrait être en position de trésorerie positive grâce à la cession des 30% d'UMG et dont la capitalisation boursière est actuellement de 34 milliards, semble vraiment décoté. Peu de place, en tout cas, est laissée aux autres

activités, Canal+, Havas, Editis, et aux participations.

ÉTAPE SUIVANTE

La question est donc de savoir ce que vaudra Vivendi sans UMG sur le plan boursier mais aussi financier. Car, fin juin, celui-ci représentait 71% du résultat opérationnel ajusté et 56% des flux nets de trésorerie opérationnels du groupe. Fin juillet, le président du directoire, Arnaud de Puyfontaine, a précisé qu'après la distribution d'UMG, le groupe disposerait d'une marge de manœuvre financière d'environ 10 milliards d'euros. Mais pour quoi faire ? Le dirigeant est resté flou sur le sujet : « *Depuis 2014, nous avons toujours dit que, dans le cadre de notre agenda stratégique, les ressources dont nous disposons seraient utilisées dans l'intérêt de la création de valeur. Nous n'avons pas d'objectif précis à ce stade, mais cela sera une combinaison de croissance interne, d'acquisitions ciblées et, enfin, de rachats d'actions, autorisés en assemblée générale* », sans oublier le désendettement. Ce ne

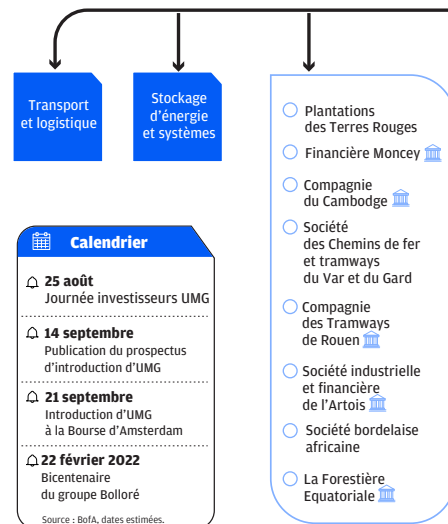
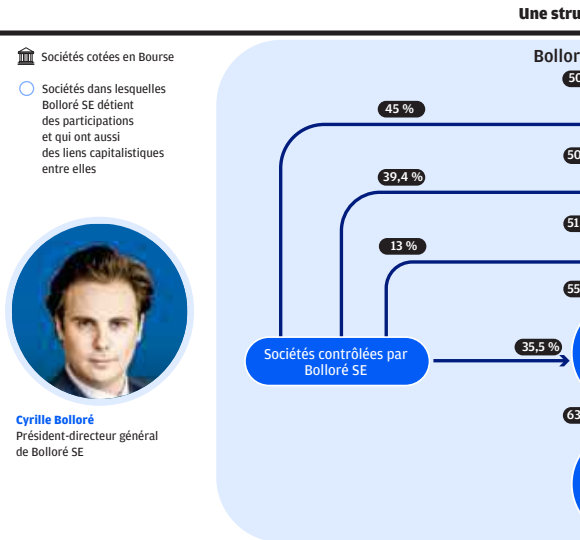
sera pas la première fois que le groupe doit se réinventer. Pour JPMorgan Cazenove, cette opération pourrait en tout cas être gagnante pour les actionnaires sur tous les plans : « *Nous nous attendons à ce que Vivendi lance d'importants rachats d'actions [...] pour profiter de la décote. Cela*

pourrait ouvrir la voie à une offre de Bolloré. Ces deux solutions réduiraient la décote de holding tout en offrant aux investisseurs qui ne partagent pas la vision à long terme de Vivendi la possibilité de vendre en ayant eu un accès sécurisé à UMG à un prix attractif. » — **D. T.**

PARTICIPATIONS

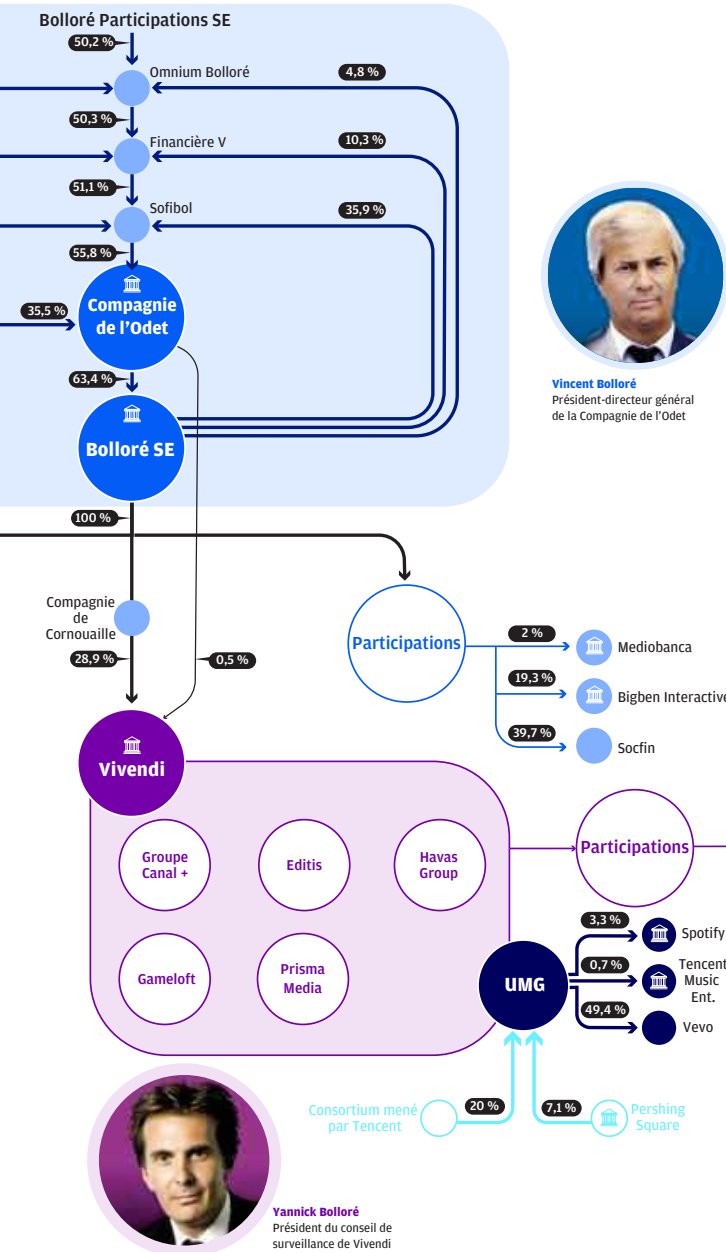
Un ticket stratégique dans Lagardère

Ce n'est pas la dernière prise de participation en date de Vincent Bolloré via Vivendi, mais c'est celle qui a fait couler le plus d'encre : ses 27,2% dans Lagardère. L'investissement est modeste à son échelle, mais Tullet Prebon estime que Vivendi pourrait lancer une offre publique d'achat sur Lagardère dès cette année ! Pour certains observateurs, Bolloré s'est renforcé dans les médias en vue de l'élection présidentielle française de 2022, d'autres y voient la volonté de marier Editis avec une partie des activités d'édition de Lagardère (Hachette). Outre ce dernier, Vivendi détient, par ailleurs, un riche portefeuille de participations dont la valeur des seules cotées (Telecom Italia, Multi-Choice, Telefonica, etc.), avant impôt, était estimée, fin juin, à 5,6 milliards dans le rapport semestriel. Certaines ont vocation à disparaître (Mediaset), d'autres pourraient appuyer la stratégie du groupe autour de la production et de la distribution de contenus.



actif des grandes manœuvres

Une structure complexe, source de valeur



Vincent Bollore
Président-directeur général de la Compagnie de l'Odette

Compagnie de l'Odette

Le marché spéculer sur un rôle plus prépondérant

SCÉNARIOS — La Compagnie de l'Odette va-t-elle devenir la clé de voûte de l'empire ? Actionnaire à 63 % de Bollore SE et détenue à plus de 91 % par des sociétés du groupe, Odette, dont le PDG est Vincent Bollore lui-même, a récemment troqué le nom de Compagnie. Autre anecdote, qui n'a pas échappé à l'analyste d'Oddo BHF, Jérôme Bodin, la société a désormais un siège administratif indépendant, avec une équipe spécialisée. « Odette a signé en janvier 2021 avec Bollore un bail de neuf ans portant sur des locaux d'une surface de 621 m² (détenus par Bollore) et débutant le 17 février 2022 ». Tout un symbole... L'analyste échafaude un scénario à l'issue duquel « Odette

détenait deux actifs : Vivendi et Bollore, qui eux-mêmes détenaient d'autres actifs ». Cela passerait, par exemple, par la distribution par Bollore de ses titres Vivendi à ses actionnaires et, parmi eux, Odette. Avec la perspective de voir les deux frères, Cyrille et Yannick, côte à côte dans l'organigramme, sous la houlette de leur père.

EN DIRECT DANS VIVENDI

Sans se prononcer sur ces hypothèses, un dirigeant du groupe rappelle qu'« Odette était autrefois très endetté. Petit à petit, en percevant des dividendes de Bollore en espèces, sa trésorerie est devenue positive ». Une justification au « placement intéressant » que constituent les achats de titres Vivendi en direct (0,5 % du capi-

tal pour environ 170 millions d'euros depuis le début de l'année). « Odette perçoit des dividendes de Vivendi et recevra des titres UMG après la distribution », précise-t-il.

En attendant que l'intrigue se dénoue, les spéculations ont soutenu le titre Compagnie de l'Odette, en hausse de 46 % depuis janvier. L'action a touché un record historique en juin dernier, à 1.190 €. Son potentiel serait toutefois encore loin d'être épuisé. Notons simplement que Vivendi est décoté par rapport à son actif net réévalué, Bollore également, et Odette aussi. Certains analystes estiment la valeur de Compagnie de l'Odette, une fois toutes les boucles d'autocontrôle déroulées, proche de 3.000 € ! — M. B.

LAVIS DE L'EXPERT Plusieurs scénarios sont possibles



ANDRZEJ KAWALEC
DIRECTEUR GÉNÉRAL, ANALYSTE-GÉRANT CHEZ MONETA AM

Croyez-vous en une simplification de l'organigramme ?

Le titre Vivendi présente une décote, Bollore SE aussi, ainsi qu'Odette : il y a donc une décote, sur la décote, sur la décote. Vincent Bollore arbitre la complexité de l'organigramme du groupe qu'il contrôle et rachète régulièrement les actions de ces sociétés afin de se « relier ». Aujourd'hui, Vivendi se trouve au centre des intérêts de Vincent Bollore, qui va réaliser une importante plus-value avec la distribution de 60 % d'UMG et son introduction en Bourse. Bollore SE en sera le plus grand bénéficiaire. Odette est traditionnellement le véhicule le plus décoté, mais, récemment, le rapport Odette sur Bollore SE est devenu un peu plus favorable au premier, car le marché anticipe qu'il va devenir le nouveau pivot dans l'organigramme.

Quelles sont les prochaines étapes ?

Le 21 septembre, les actionnaires de Vivendi disposeront d'une action Vivendi et d'une action UMG. Environ les deux tiers des 30 milliards de la capitalisation actuelle de Vivendi reviendront à la partie UMG. Il devrait y avoir des arbitrages importants entre les deux titres, mais aussi des achats d'UMG par ceux qui n'avaient pas de Vivendi. Les fonds indiciels, eux, devront céder leurs titres Vivendi, puisque le groupe, qui ne pèsera plus qu'environ 10 milliards, devrait sortir du Cac 40. Cela pourrait pénaliser l'action après l'opération. Toutefois, grâce aux cessions d'une partie d'UMG à Tencent et à Pershing Square, Vivendi affiche une trésorerie nette positive. Plusieurs scénarios, en dehors d'acquisitions, sont dès lors possibles. Tout d'abord, Vivendi peut racheter une partie de ses actions. Le groupe Bollore, qui serait relégué, a indiqué qu'il ne demanderait pas de dérogation à l'obligation de lancer une offre publique d'achat (OPA) en cas de dépassement du seuil de 30 %. Dans ce cas, Bollore lancerait une OPA ou une offre publique d'échange sur Vivendi. Le rapport des capitalisations boursières entre les deux groupes, aujourd'hui de 14 milliards à 34 milliards d'euros, devrait s'inverser après la distribution d'UMG, de 14 milliards à environ 10 milliards (ou moins). Et, Bollore SE détenait déjà une partie importante du capital de Vivendi (renforcée en cas d'OPRA), il devrait avoir à en racheter que 5 à 6 milliards au maximum. Une somme à sa portée. Enfin, Bollore SE pourrait aussi distribuer ses titres Vivendi à ses actionnaires, dont Compagnie de l'Odette. Cela passerait forcément par un vote en assemblée générale, acquis compte tenu du contrôle exercé sur Bollore SE. Tous ces scénarios sont favorables à la valeur de Vivendi et de Bollore SE, même si Compagnie de l'Odette en sera le grand bénéficiaire.

— PROPOS RECUEILLIS PAR M. B. ET D. T.

Sept sociétés à la loupe

SOCIÉTÉ (MNÉMO)	Cours au 19-8-2021	Variation depuis le début de l'année	Capitalisation (en M€)	Chiffre d'affaires 2021 (en M€)	BNPA 2021 (en €)	Conseil → objectif de cours	Commentaires
VIVENDI (VIV)*	30,92 €	+ 17,2 %	34.268	17.200	1,35	ACHETER → 36 €	La valorisation dépend de la décote (de 15 à 30 %), des impôts et d'UMG (de 30 à 52 Mds€ pour 100 %).
BOLLORE (BOL)	4,83 €	+ 42,9 %	14.242	25.400	0,10	ACHETER → 6 €	Si l'on dénoue les boucles d'autocontrôle qui compliquent tant la lecture du groupe, le titre pourrait valoir deux à trois fois son cours actuel.
ODET (COMPAGNIE DE L') (ODET)	1.150 €	+ 46,3 %	7.574	25.400	26,85	ACHETER → 1.350 €	La Compagnie de l'Odette décote par rapport à des filiales décotées. Son actif net réévalué pourrait en réalité approcher 3.000 €.
CAMBODGE (CIE DU) (CBDG)	6.850 €	+ 30,5 %	3.834	64	7,15	RESTER À L'ÉCART	La société, présidée par Marie Bollore, contrôle La Forestière Equatoriale et détient 47,6 % d'IER et 12,3 % du groupe Socfin (plantations).
LAGARDÈRE (MMB)	22,10 €	+ 7,9 %	3.119	4.830	- 1,68	RESTER À L'ÉCART	Le groupe a perdu son statut de commandite, mais ses activités souffrent encore de la crise.
ARTOIS (FINANCIÈRE DE L') (ARTO)	6.400 €	+ 60 %	1.704	150	41,32	RESTER À L'ÉCART	Artois détient 52,4 % d'IER, fabricant d'équipements pour les accès piétons et des véhicules.
MONCEY (FINANCIÈRE) (MONC)	8.000 €	+ 81 %	1.463	NS	27,34	RESTER À L'ÉCART	Les résultats proviennent des 42,05 % détenus dans Artois. Le titre ne cote pas tous les jours.

* Avant cessions et distribution d'UMG.