OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
INITIEE PAR CINE PAR SUR LES TITRES GAUMONT

ADDENDUM AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DU 16 JUILLET 2026

Novembre 2026

Associés en Evaluation et Expertise Financière
SAS au capital de 20 000 euros, inscrite à l'Ordre des Experts-Comptables
883 137 713 R.C.S Paris
Siège social : 88 avenue des Ternes 75017 Paris
contact@a2ef.fr

Nous avons examiné les observations de nature financière présentées dans les notes n° 3 du 10 septembre 2026 et n°4 du 6 octobre 2026 transmises par le cabinet Visconti.

A titre préliminaire, nous rappelons que la mission de l'expert indépendant est d'éclairer les actionnaires sur le caractère équitable des conditions financières de l'offre proposée. En conséquence, il ne nous appartient pas de répondre aux commentaires de nature juridique et procédurale figurant dans le courrier d'accompagnement du cabinet Visconti du 10 septembre 2026. Nous rappelons cependant que le caractère équitable s'apprécie sur la base d'une approche d'évaluation multicritères, que nous avons mise en œuvre dans le cadre de nos travaux et qui est exposée en détail dans notre rapport, ainsi que sur l'analyse des accords connexes. Enfin, le relèvement du prix d'une offre relève de la seule décision de l'Initiateur en relation avec son conseil (l'Etablissement Présentateur).

Les observations complémentaires des actionnaires minoritaires ne conduisent pas à modifier les conclusions du rapport. Les sujets soulevés ont déjà été analysés dans celui-ci. Plusieurs critiques reposent en outre sur des rapprochements entre agrégats de nature différente ou sur une lecture partielle des hypothèses retenues. Le présent addendum à notre rapport reprend de manière résumée les observations reçues depuis le dépôt de notre rapport et précise, lorsque cela paraît utile, le raisonnement déjà exposé dans ce dernier. Nous tenons également compte, dans le présent addendum, de commentaires ou demandes de précisions reçus de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

1. Compte de résultat et tableau de flux deux réalités diamétralement opposées

Observation formulée : « *Sur la période [2018-2025], la société a accumulé -106m€ de pertes nettes en compte de résultat alors que dans le même temps la génération de trésorerie libre comparable était de 4,5m€* [et même de 38,3 millions avant frais financiers] », après retraitement de 53 millions d'euros[1]. Ceci démontrerait que les pertes sont « *des pertes papier* », car dues à « *un amortissement systématique et très agressif des actifs cinématographiques* ».

Réponse : Notre rapport expose, après analyse des tableaux de flux de trésorerie, que la trésorerie nette s'est dégradée de 48,5 millions d'euros sur la période 2018-2025, hors encaissements liés à la cession de la participation de 34 % dans Les Cinémas Gaumont Pathé, dont la plus-value avait été enregistrée en totalité en 2017 (Tableau de flux, page 22 du rapport A2EF). Nous avons ensuite expliqué les principaux écarts entre résultats nets et cash flows cumulés (pages 58 à 60 du rapport A2EF).

[1] La note rédigée par les actionnaires minoritaires réintègre 53 M€ à la variation de trésorerie pour construire un indicateur qualifié de « *cash-flow libre comparable* », incluant 34,5 M€ d'acquisitions de sociétés, 8,8 M€ de dividendes et 9,7 M€ de variation du BFR. Si les dividendes peuvent effectivement être retraités dans la comparaison entre flux et résultat net (ce que nous avons d'ailleurs fait dans l'analyse de l'écart page 59 du rapport), les acquisitions de sociétés et la variation de BFR ne peuvent l'être sans précaution. Au cas particulier, le BFR est intégralement lié à l'exploitation (c'est une composante du cash-flow libre qui ne doit pas être neutralisée) et les acquisitions correspondent essentiellement à l'acquisition des intérêts minoritaires d'une filiale américaine en 2018, dont les résultats sont consolidés.

Nous maintenons l'analyse présentée dans notre rapport pages 59 et 60, la variation de trésorerie nette **relative à l'activité de Production / Distribution de films et d'œuvres audiovisuelles** s'établit à -54,9 M€ (selon tableau de flux, après retraitement des redevances et des flux relatifs à l'immobilier) sur la période analysée.

S'agissant de l'écart entre résultats nets et cash flows cumulés sur la période 2018-2025, il s'explique notamment par un décalage temporel entre amortissement et investissement, qui ne démontre cependant pas l'existence de pertes sans réalité économique. Nous rappelons, en page 58 de notre rapport, que : « *l'impact sur la valeur de la Société est marginal (sur longue période, la Société amortit ce qu'elle investit, et l'actif net comptable n'est pas retenu comme référence de valeur)* ».

En effet, les coûts de production constituent des décaissements économiques réels. Un amortissement plus lent améliorerait les résultats des premières années mais dégraderait celui des années suivantes. Au total, investissements et amortissements convergent.

Pour rappel, le plan d'affaires de Gaumont est construit sur la base d'**un objectif d'EBIT** intégrant par construction une égalité entre amortissement et investissement et reflétant le niveau de performance attendu de chaque activité, compte tenu de son économie propre.

La cadence d'amortissement des actifs n'a ainsi pas d'incidence sur la valeur intrinsèque déterminée par actualisation des flux. Elle n'a pas non plus d'incidence sur l'actif net réévalué puisque, dans cette méthode, les valeurs comptables sont remplacées par leur valeur réelle. Elle n'a enfin pas d'incidence significative sur la valeur déterminée sur la base des multiples de marché puisque les sociétés retenues dans l'analyse utilisent également une méthode d'amortissement des œuvres fondée sur le ratio Recettes nettes acquises dans l'exercice sur Recettes nettes totales.

2. Une mauvaise gestion de la société pour en réduire la valorisation.

Observation formulée : L'Initiateur choisirait de ne pas activer de scénario de baisse des frais de structure. « *la société est relativement simple à restructurer car une part importante des salariés sont des intermittents du spectacle* ». « *Comme le montre le travail de l'expert, une baisse même très faible des frais de structure aboutit à une hausse substantielle de la valeur du DCF.* » « *Il est regrettable que* (…) *aucun scénario alternatif n'ait été pris en compte.* » « *la prise en compte d'une baisse de seulement 2% par an augmente mécaniquement la valeur d'environ 32m€ soit 10€ par action.* » « *Une baisse de 3% par an des frais de structure augmente la valeur d'entreprise de 60m€ soit 19€ par action.* »

Réponse : Nous maintenons le fait qu'il n'appartient pas à l'expert indépendant d'écrire une stratégie de réduction des frais ou de « *restructuration* ». L'expert doit exercer un examen critique du plan, mais ne peut substituer à la stratégie approuvée, un plan hypothétique non chiffré, sans calendrier, sans coûts de mise en œuvre et sans validation de la gouvernance.

Par ailleurs, la proportion d'intermittents[2] ne démontre pas que les coûts concernés seraient tous des frais fixes supprimables ni qu'une économie serait réalisable sans effet sur l'activité et les revenus.

[2] A fortiori, le coût des intermittents est rattaché au coût de chaque production et par définition, il n'y a pas d'intermittents s'il n'y a pas de production.

Nous avons intégré une baisse de 1% des frais de structure dès 2029 (-1% y compris à l'infini), ce qui, combiné à un taux de croissance à l'infini de 1,8%, améliore très nettement le profil de rentabilité de la Société dans le temps.

Nous indiquons dans notre rapport (page 35) le surcroît de valeur apportée par cette hypothèse de décroissance à l'infini des frais de structure : « *A titre d'information, cette décroissance à l'infini correspond à une économie significative : sur la base de frais de 44 M€ et d'un taux d'actualisation de 8,8%, la valeur des frais de structure avec une croissance nulle s'établit à -500 M€ (44 / 8,8%) ; une décroissance à l'infini de -1% valorise les frais de structure à -444 M€, soit une économie de 56 M€* ».

L'hypothèse de décroissance de 1% des frais de structure doit également s'apprécier au regard de l'inflation, estimée à 1,8% dans nos travaux, et retenue comme taux de croissance à l'infini.

Comme indiqué ci-dessus cette hypothèse de décroissance combinée à une croissance des marges par activité de 1,8% améliore très significativement la rentabilité de la Société au fil du temps. Pour en estimer l'ampleur, nous avons simulé, dans notre modèle, la réduction de frais nécessaire pour retrouver la valeur centrale de 99,4 euros par action, dans une approche DCF classique avec un flux restructuré qui croît, après restructuration, uniformément au taux de croissance à l'infini. A horizon 2031, il faudrait une réduction des frais de près de 13 M€, soit une baisse d'environ un tiers des frais à cette date, plus du double de ce que suggèrent les actionnaires minoritaires dans leur note d'analyse financière n°2 du 26 mai 2026 (en page 4 de la note : une baisse de 5 M€ des charges est mentionnée à titre illustratif).

Une hypothèse de décroissance des frais de 2% ou 3% à l'infini ne paraît pas soutenable.

3. Un DCF méthodologiquement faible

Observation formulée : Un taux de préfinancement des œuvres proche de 90 % serait incompatible avec des pertes prévisionnelles correspondant à environ 22 % des investissements, sauf à dire « *que pour chaque euro investi la société perd 2€…* ». « *L'expert s'appuie sur des données construites dans un autre but (test d'impairment, covenant bancaires)* », non conçus pour établir une valeur de marché de la société. « *Il aurait dû effectuer un plan d'affaires sur un horizon de dix à quinze ans de manière à modéliser le retour à une activité normale (cinq à sept ans) et faire vivre ensuite les flux jusqu'à un horizon suffisamment lointain pour faire converger le ROCE vers le coût du capital.* »

Réponse : **Concernant l'incohérence alléguée entre taux de préfinancement et pertes prévisionnelles,** le raisonnement des actionnaires minoritaires rapproche des données qui n'ont ni le même périmètre ni la même signification. Les pertes prévisionnelles cumulées concernent l'ensemble des activités hors recettes nettes des catalogues historiques et hors immobilier, après coûts directs, frais de structure alloués et coûts centraux. Le taux de préfinancement (ou de couverture) rapporte les financements sécurisés au devis de production. Il ne mesure ni la rentabilité finale de l'œuvre ni la couverture de l'ensemble des frais supportés par Gaumont, ni le succès des recettes non sécurisées. L'apport net restant à financer ne peut donc pas être directement comparé aux pertes globales du plan, qui comprennent notamment les frais de distribution, les frais de développement, les projets abandonnés et les frais de structure.

Ainsi, la formule selon laquelle Gaumont perdrait deux euros pour un euro investi ne peut être déduite des données citées.

Les taux de préfinancement sont par ailleurs hétérogènes selon les œuvres et les activités : cinéma et animation ne sont que partiellement préfinancés, tandis que certaines fictions sont financées à plus de 100 % avant imputation des frais de structure.

Concernant les données et l'extrapolation : Nous avons utilisé, comme indiqué dans notre rapport, le plan d'affaires 2026-2028 approuvé par le conseil d'administration de Gaumont le 12 mars 2026 et des éléments de flux 2029 cohérents avec ceux utilisés dans le cadre des impairment tests[3], dont on ne peut présumer qu'ils seraient « *le reflet d'une vision négative du management* ». Nous nous sommes fait confirmer par le management que le plan utilisé dans nos travaux représentait ses meilleures estimations d'activité au jour du rapport, même si elles lui apparaissaient globalement ambitieuses.

Sur l'extrapolation : une partie significative de la valeur repose, outre sur l'immobilier, sur le catalogue de droits cinématographiques existants, qui a été valorisé sur la base de prévisions sur 15 ans. Les flux des autres activités sont peu prévisibles et une extrapolation au-delà de 2031 serait artificielle. Le paramètre le plus sensible demeure celui des frais de structure que nous avons modélisés en tenant compte d'une baisse de 1% par an, à l'infini (cf. point 2 ci-dessus). L'extrapolation jusqu'en 2031 a permis d'atteindre un flux normatif par activité positif après frais de structure, à l'exception de l'activité Nouveaux Films (activité non rentable, après frais de structure, jusqu'en 2039 dans la modélisation). Dans ce contexte, la valeur terminale constitue l'essentiel de la valeur (83%), mais, comme indiqué ci-dessus, il s'agit d'une valeur dynamique avec des flux qui s'améliorent chaque année[4].

Enfin, **l'affirmation selon laquelle le ROCE devrait mécaniquement converger vers le WACC** n'est pas une règle d'évaluation[5]. Dans une somme des parties, une fonction ou une activité peut durablement dégager une rentabilité inférieure au coût du capital, notamment lorsqu'elle supporte des coûts fixes ou contribue à la valeur d'une autre activité. La continuité d'exploitation s'apprécie au niveau de l'ensemble économique, ici notamment par l'articulation entre nouveaux films et catalogue. L'activité Films nouveaux a une valeur négative mais contribue à la valeur du catalogue[6].

---

[3] Nous n'avons pas utilisé de données construites pour les covenant bancaires. Concernant le catalogue de droits sur les œuvres cinématographiques détenus par Gaumont évalué par Accuracy dans le cadre du calcul des ratios financiers devant être respectés selon les conditions du contrat de prêt, voir paragraphe 5 ci-après.

[4] A l'infini les frais de structure tendent vers zéro et le flux se rapproche de la marge par activité.

[5] La convergence du ROCE vers le WACC constitue une hypothèse théorique pouvant être retenue pour modéliser la disparition progressive des surprofits dans un marché concurrentiel, mais ne constitue pas une règle imposant de ramener artificiellement à zéro la valeur de toute activité sous-rentable.

[6] Comme indiqué dans notre rapport en page 34 : l'objectif du management « *est de limiter la perte annuelle après coûts de structure de l'activité Films nouveaux, de manière à ce que, combiné à l'exploitation du catalogue de films, le résultat global de la division Cinéma (y compris Catalogue) soit positif et participe à la couverture des coûts centraux* ». Mettre arbitrairement à zéro la valeur de l'activité Films nouveaux reviendrait à supposer une cessation immédiate et sans coût, tout en conservant les autres actifs et avantages économiques.

Comme indiqué dans notre rapport page 24 : « *la rentabilité des sociétés du secteur s'apprécie sur une base globale Œuvres nouvelles + Catalogue. L'activité de Production / Distribution ne trouve son sens économique qu'en étant combinée à l'exploitation du catalogue de films dont elle vient compenser l'érosion naturelle par la génération aléatoire de films à succès* ».

4. Un ANR qui contiendrait « des erreurs conceptuelles et méthodologiques »

Observation formulée : L'ANR ne devrait pas intégrer des pertes futures. Par ailleurs, il ne tiendrait pas compte de la création de valeur associée aux œuvres en cours ni des économies fiscales sur les pertes et charges (impact global allégué de 11 euros par action).

Réponse : Nous rappelons que nous n'utilisons cette méthode qu'à titre secondaire, car elle ne prend pas en compte la porosité des modèles de diffusion et l'imbrication des activités Gestion de catalogue et Production / Distribution de films. L'ANR présenté n'est pas une valeur de liquidation instantanée d'actifs isolés, **qui devrait prendre en compte des décotes de commercialisation et des frais de restructuration**. Il constitue une **approche secondaire en continuité d'exploitation**.

Comme indiqué dans notre rapport en page 28 : « *Le catalogue de droits cinématographiques, qui constitue un actif stratégique au cœur du modèle économique du groupe, génère des flux contribuant directement au financement des investissements en production. Dès lors, cet actif peut difficilement être appréhendé comme un actif cessible dans une approche patrimoniale, mais est indissociable des flux que l'activité Cinéma est susceptible de générer dans le cadre de la poursuite de l'activité.* »

La valorisation séparée du catalogue met en perte l'activité Cinéma (et la Société dans son ensemble). Un ANR qui ne prendrait en compte que la pleine valeur du catalogue, sans les pertes induites sur une autre activité liée, surévaluerait la Société. Dès lors que des engagements et projets déjà engagés génèrent des pertes économiques prévues (pertes essentiellement relatives aux frais de structure qui sont difficilement évitables sur la période du plan d'affaires), les ignorer tout en retenant la pleine valeur des actifs cessibles reviendrait à surévaluer l'activité.

Les pertes sur 3 ans, durée du plan d'affaires approuvé par le conseil d'administration de la Société, représentent la différence entre les produits attendus sur la période sur les activités hors catalogue (valorisé séparément), et les charges anticipées (coûts directs et indirects alloués aux activités hors catalogue, coûts centraux), et après prise en compte de loyers théoriques du siège social réévalué par ailleurs (sur la base de la valeur locative déterminée par les experts immobiliers).

Les pertes subséquentes au-delà de trois ans ne sont pas prises en compte dans l'ANR. En cohérence avec l'approche retenue, ni les recettes futures associées aux œuvres en cours, ni les charges de structure au-delà de 3 ans, ne sont prises en compte.

Concernant la fiscalité : comme indiqué dans notre rapport page 44, l'impôt sur les plus-values immobilières et sur le catalogue a été calculé après prise en compte de 120,6 millions d'euros de déficits reportables à fin 2025 et « *après prise en compte de l'économie d'impôt liée aux frais d'exploitation du catalogue et aux pertes embarquées sur 3 ans* ».[7]

Nous apportons néanmoins une correction sur notre ANR : déterminé sur un nombre d'actions dilué, il convient d'y ajouter le prix d'exercice des options de souscription d'actions de 1,3 M€. L'ANR corrigé est présenté en annexe : il s'établit à 101,0 € au lieu de 100,60 € par action (page 44 de notre rapport). Dans la réponse aux actionnaires minoritaires (thème 7 page 62), le montant corrigé est de 115,3 euros (au lieu de 114,9 €).

5. La valorisation du catalogue

Observation formulée : A2EF se serait contenté de reprendre l'expertise Accuracy, sans procéder à sa propre évaluation indépendante du catalogue. La prime apparente payée lors de l'acquisition de Roissy Films démontrerait que les expertises Accuracy sous-évaluent les catalogues ; une valeur d'au moins 240 millions d'euros serait justifiée. Les séries ne seraient pas valorisées par Accuracy alors qu'elles représentent une part des revenus de catalogue.

Réponse : Cette présentation est inexacte. Nous avons étudié six rapports établis par Accuracy entre 2020 et 2025 et nous sommes entretenus à plusieurs reprises avec les signataires ; nous avons analysé la méthodologie retenue, l'évolution annuelle des prévisions, et avons effectué les retraitements de date et de périmètre nécessaires.

La méthode retenue, un DCF sur la base de flux détaillés sur quinze ans, film par film et par canal de distribution, complété d'une valeur résiduelle pour certaines œuvres, nous semble propre à faire apparaître une valeur de marché du catalogue[8]. Pour rappel, cette valeur est **déterminée avant toute fiscalité d'exploitation**, qui pourrait être soustraite du prix par un acquéreur qui paie de l'impôt.

Nous avons en outre réalisé un recoupement autonome à partir des flux du plan d'affaires de Gaumont, qui corrobore la valeur globale du catalogue Accuracy et du catalogue futur.

La valeur retenue résulte donc de la mise en œuvre de diligences approfondies et conformes aux pratiques professionnelles, elle ne résulte pas de la reprise mécanique d'un rapport externe.

[7] Le calcul de l'impôt prend bien en compte l'ensemble des revalorisations (positives et négatives) de l'ANR, à savoir les plus-values fiscales sur l'immobilier et les catalogues (déterminées sur la base des valeurs comptables dans les comptes sociaux), les frais de gestion du catalogue, les pertes embarquées et les reports déficitaires.

[8] La méthode retenue est d'ailleurs conforme à celle recommandée par le représentant des actionnaires minoritaires dans son courrier du 2 mars 2026 adressé à l'AMF.

Concernant le catalogue Roissy Films, et comme mentionné en page 57 de notre rapport, la valeur de 5 millions citée pour Roissy Films était une valeur après fiscalité d'exploitation (cf. document d'enregistrement universel d'Europacorp au 31 mars 2018 page 203), or le catalogue a été repris chez Gaumont pour son prix d'acquisition, correspondant à une valeur avant fiscalité d'exploitation[9]. Il ne s'agit pas d'une sous-évaluation mais d'une base de calcul de valeur différente (avant ou après fiscalité).

La valeur de 240 millions proposée par les actionnaires minoritaires repose sur un multiple arbitraire de 15 fois un résultat net reconstitué inexact, comme indiqué dans notre rapport[10].

Le périmètre évalué par Accuracy porte effectivement sur les films cinématographiques. Cela ne signifie pas que les autres droits sont omis de la valeur de Gaumont. Les flux des activités de fiction et d'animation sont valorisés dans la somme des parties (en DCF pour chacune des activités). Dans l'ANR, les recettes des catalogues de Production télévisuelle, Fiction US et Animation existants sont prises en compte sur 3 ans.

6. La valorisation de l'immobilier

Observation formulée : Une étude de BNP Paribas Real Estate de 2022 aurait valorisé l'ensemble des Champs-Élysées à près de 190 millions d'euros. L'immeuble de Neuilly sur Seine serait sous-évalué par comparaison avec des prix affichés de 9 500 à 14 500 euros par mètre carré.

Réponse : Nous avons analysé l'expertise du cabinet Robine mandaté par Gaumont et avons mandaté notre propre expert pour réaliser une contre-expertise indépendante. Les conclusions de ces expertises sont présentées de manière détaillée dans notre rapport en pages 30 à 32. Les résultats sont très proches : 158,5 et 162,6 millions d'euros pour l'ensemble des Champs-Élysées ; 23,8 et 22,3 millions pour Neuilly. Les actionnaires minoritaires ne nous ont pas communiqué l'étude de 2022 à laquelle ils font référence. La Société, que nous avons interrogée sur cette étude de 2022, n'en a pas connaissance ; elle a interrogé BNP Paribas Real Estate qui n'en a pas non plus connaissance. En tout état de cause, une étude datant de 2022 ne peut être privilégiée sans examen de sa date de valeur, de son objet, de ses hypothèses locatives et de son périmètre.

Pour le siège de Neuilly sur Seine, la valeur déterminée par 2 expertises récentes nous paraît plus probante que la référence à des prix de commercialisation non documentés, dans une fourchette très large (plus de 50% d'écart entre le haut et le bas de la fourchette), sans ajustement pour l'adresse, l'état, l'obsolescence, la vacance, les droits et les parkings.

---

[9] Les évaluations effectuées par Accuracy concernant le catalogue d'œuvres cinématographiques de Gaumont sont avant fiscalité d'exploitation.

[10] Cf. notre rapport page 56 : « *d'une manière générale appliquer des multiples 2017 à des agrégats 2025 n'est pas une méthode pertinente, dans la mesure où la composition des flux n'est pas la même ; par ailleurs la valeur Accuracy étant déterminée avant frais de structure et les frais indirects étant alloués de manière différente entre 2017 et 2025, le multiple de résultat net ne peut pas être retenu* (…) *A titre d'information, en retenant les multiples 2017 utilisés par les actionnaires minoritaires et le chiffre d'affaires et l'EBIT réels 2025, la valeur du catalogue ressortirait entre 132 et 140 M€* ».

7. Transaction de 2017 :

Observation formulée : « *Madame l'expert refuse de prendre en compte dans son analyse l'acquisition par l'initiateur d'un bloc significatif de 34.000 actions à 98,4 euros en novembre 2017.* »

Réponse : Comme précisé page 26 de notre rapport, la transaction de novembre 2017 est ancienne de près de neuf ans et ne constitue donc pas une référence pertinente pour apprécier la valeur actuelle de Gaumont. Nous ne faisons pas non plus référence à l'OPRA intervenue en 2017 pour les mêmes raisons (sauf pour répondre aux actionnaires minoritaires sur l'évolution des frais de structure).

8. Prime spécifique et décote de taille

Observation formulée : La prime spécifique de 1 % prise en compte dans le taux d'actualisation US ferait double emploi avec l'aléa intégré par le management en 2028. Il serait par ailleurs incohérent de retenir une prime de taille dans le DCF sans appliquer une décote de taille aux multiples boursiers.

Réponse : La prime spécifique US et l'aléa ne couvrent pas le même risque. L'aléa 2028 introduit par le management tempère globalement l'ambition des prévisions sur l'année 2028[11]. La prime spécifique que nous avons ajoutée dans le taux d'actualisation traite spécifiquement du risque d'exécution particulièrement élevé de la trajectoire américaine sur l'ensemble de l'horizon (croissance ambitieuse, absence de projets précisément identifiés au-delà de 2026 et caractère conditionnel d'une restructuration).

Concernant l'incohérence méthodologique alléguée : Dans un DCF, la prime de taille est un paramètre explicite du taux d'actualisation destiné à refléter le **rendement complémentaire exigé pour une société de faible capitalisation comparé à l'univers retenu pour déterminer la prime de marché (dans notre approche, le SBF 120)**[12]. Dans l'approche par les multiples boursiers, les multiples sont directement observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables. Au cas particulier, la diversité de taille des sociétés de l'échantillon et l'absence de corrélation entre taille et multiple ne justifient pas l'application d'une décote de taille. C'est par ailleurs en raison de l'hétérogénéité de l'échantillon que la méthode est présentée à titre secondaire.

[11] Cet aléa n'a pas été reconduit au-delà de 2028.

[12] La prime de taille a par ailleurs été limitée à 0,5 %, contre 1,9 % selon la référence Kroll, pour tenir compte de la marque et du positionnement de Gaumont. Pour information, la valeur par action s'établirait à 100,4 € avec un taux d'actualisation sans prime de taille, et à 98,2 € avec un taux d'actualisation intégrant une prime de taille de 1,9%.

9. Points complémentaires abordés dans la note n°4 des actionnaires minoritaires

Observation formulée sur les résultats du S1 2026 : « *L'activité du premier semestre démontre le dynamisme du catalogue et la capacité de Gaumont à lancer des nouveaux films capables de générer de l'audience. Cela renforce nos doutes sur les anticipations de l'expert (pour chaque 1€ investi dans les nouveaux films la société perd 2€).* »

« *On observe une baisse de 7% des frais de structure, avant même la fermeture de la filiale britannique prévue pour le second semestre 2026, alors même que l'expert s'était borné à prendre en compte une baisse de seulement 12% pour la période 2026-2028 puis une baisse de 1% par an.* » « *si l'on intègre la baisse actuelle des frais de structure (-7%) au DCF tout en maintenant la baisse symbolique des frais de structure de -1% par an sur les années suivantes et dans la valeur terminale nous obtenons une baisse de la NPV des frais de structure de 32.2m€ conduisant à une hausse de 10.25€ par action de la somme des parties.* »

« *La génération de trésorerie augmente fortement et passe de 23.7m€ [au 1er semestre 2025] à plus de 49.3m€ [au 1er semestre 2026] soit une augmentation de 108% d'une année sur l'autre.* »

Réponse : Concernant l'allégation « *pour chaque 1€ investi dans les nouveaux films la société perd 2€* », cf. point 3 ci-dessus.

La Société nous a communiqué son reporting à fin juin 2026. Il est globalement en ligne avec le budget, notamment en termes de frais de structure. La baisse des frais de structure observée au 30 juin 2026 était ainsi déjà intégrée dans nos travaux d'évaluation ; la hausse de 10,25 euros par action alléguée par les actionnaires minoritaires est donc infondée.

Concernant l'augmentation de la génération de trésorerie, si la capacité d'autofinancement augmente par rapport au premier semestre 2025 (elle s'élève à 49,4 M€ au 30 juin 2026), le flux de trésorerie reste négatif après prise en compte de la variation du besoin en fonds de roulement (-11 M€), des investissements (-38,2 M€) et de la diminution des dettes sur immobilisations (-5,4 M€). La trésorerie nette du Groupe se dégrade ainsi, passant de 45,2M€ au 31 décembre 2025 à 39,3 M€ au 30 juin 2026.

Les informations semestrielles ne remettent ainsi pas en cause nos travaux d'évaluation.

Observation formulée sur la valeur comptable du catalogue : « *Il est intéressant de noter que les 34m€ d'actifs cinématographiques encore au bilan de Gaumont contiennent probablement 5m€ à 10m€ d'actifs dont la production est terminée mais qui n'ont pas encore été diffusés et qui ne sont pas du catalogue à proprement dit.* » « *Ainsi la valeur du catalogue est probablement entre 24m€ et 29m€. On peut donc dire avec certitude que la valeur au bilan du catalogue des œuvres propres de Gaumont est désormais négative puisque la société a acheté depuis 2018 pour 34.5m€ de catalogues externes* »[13].

[13] Pour information, nous observons que la Société a répondu lors de l'assemblée générale 2026 que la valeur nette comptable des catalogues acquis (DD Catalogue, Roissy Films, Entourage Pictures, Legende, NEF, Fideline) s'établissait à 5,3 M€ à fin 2025.

Réponse : Nous rappelons que nous avons retenu la valeur réelle du catalogue dans notre évaluation et non la valeur comptable. Les valeurs comptables du catalogue et la politique d'amortissement de la Société n'ont pas d'incidence sur la valeur de la Société.

10. Autres points

Sur l'évolution du poids des frais de structure depuis 2017 : Ainsi que mentionné en pages 60 et 61 de notre rapport (point 6), selon les actionnaires minoritaires « *les frais de structure de Gaumont auraient plus que doublé entre 2017 et 2026, passant de 73€ à 152€ par action.* » Nous avions noté que le principal écart avec l'évaluation faite en 2017 s'expliquait par l'absence de fiscalité prise en compte dans l'évaluation réalisée dans le cadre de la présente Offre.

Il doit être ajouté que l'analyse doit être faite en valeur globale et non en valeur par action (le nombre d'actions a sensiblement baissé entre 2017 et 2026). En valeur globale, l'expert indépendant avait valorisé les frais de structure à -309 M€ en 2017, selon son rapport. On comprend qu'un impôt de 34,43% a été retenu, ce qui ferait ressortir une valeur des frais avant impôt de -471 M€ (calcul théorique réalisé par nos soins).

Par ailleurs, il est difficile de recouper les valeurs 2017 et 2026 non seulement en raison du décalage temporel (près de 9 ans après l'opération), mais également d'informations publiques insuffisantes et d'incertitudes sur le périmètre de calcul retenu.

Nous relevons en effet une note de bas de page du rapport 2017 qui indique : « *Les évaluations des segments TV (France / Europe) et Animation (France / US) ainsi que TV US prennent directement en compte les frais de structure qui leur sont respectivement associés.* » Or les frais de structure relatifs à ces activités sont significatifs.

Ainsi en 2017, l'expert semble avoir valorisé tout ou partie des frais de structure au niveau de certaines activités, diminuant de ce fait la partie dénommée « Frais de structure ».

Pour toutes ces raisons, un rapprochement fiable est impossible. Il est en revanche inexact de parler de doublement de la valeur des frais entre 2017 et 2026.

Sur l'hypothèse d'une restructuration significative de l'activité Fictions USA : La Société n'a pas de scénario de restructuration à ce stade. Si une telle restructuration devait intervenir, l'impact à la baisse sur la valeur de la Société serait significatif : l'activité après frais directs et indirects alloués est en effet valorisée à près de 9,5 € par action dans nos travaux. L'impact de la prime de risque spécifique de 1% est de l'ordre 2,2 € par action.

Précisions de formulation apportées à notre rapport du 16 juillet 2026 :

- Lorsque le terme « *Valeur des activités* » est utilisé », lire « *Valeur des activités de production-distribution* » (notamment §4.2.5 page 33 du rapport)
- Comme indiqué dans notre rapport en page 37, la valeur d'entreprise déterminée selon la méthode DCF ressort à 106,1 M€, y compris catalogue de droits cinématographiques (retenu pour 164 M€), et après déduction des frais de structure (valorisés à -448 M€ dont -306 M€ de frais directs).

La répartition de la valeur d'entreprise est la suivante :

(en M€)	Total	Période explicite	VT
Prod / distrib Cinéma France (y compris catalogues)	217,0	102,3	114,7
Prod / distrib audiovisuelle (y compris catalogues)	337,4	111,0	226,4
Frais de structure	-448,3	-195,4	-252,9
Valeur d'entreprise	**106,1**	**17,9**	**88,2**
Poids de la Valeur d'entreprise		17%	83%
Immobilier	164,3		
Valeur d'entreprise y compris immobilier	**270,3**		
Eléments de trésorerie	41,7		
Valeur des fonds propres	**312,1**		
Nombre de titres	3 139 225		
Valeur par action	**99,4 €**		

- Au paragraphe 4.2.5.2 page 33 : « *Au global les frais de structure (coûts directs et indirects alloués et non alloués) sont prévus en baisse de -12% sur la période, en raison notamment de l'arrêt de l'activité de la filiale britannique en 2026.* », la baisse de 12% est calculée entre la fin 2025 et la fin 2028 à périmètre comparable (hors frais relatifs à l'immobilier notamment).
- Précision sur le grief des actionnaires minoritaires point 2 page 56 : le chiffre d'affaires de 41 M€ invoqué par les actionnaires minoritaires correspond à une moyenne 2024-2025 de tous les catalogues.
- Précision sur le grief des actionnaires minoritaires point 7 page 61 : le courrier le plus récent des minoritaires ramène la fourchette haute de l'ANR de 187 euros à 165 euros par action.

Ces commentaires ne viennent ainsi pas modifier la conclusion de notre rapport du 16 juillet 2026 sur le caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix de 100 euros par action proposé dans le cadre de l'Offre publique de retrait initiée par Cine Par sur les titres Gaumont. Nous rappelons que l'Initiateur n'envisage pas de lancer de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Paris, le 18 novembre 2026



Sonia Bonnet-Bernard

Annexe : Tableaux modifiés après intégration du prix de souscription des actions (1,3 M€) dans l'ANR (incidence de +0,4 euro par action)

ANR page 44 de notre rapport

M€		
ANC conso 31/12/2025	165,1	
VNC immo	-59,7	
VNC catalogue films	-45,9	
Goodwill animation	-4,5	
ANC hors immo et catalogue films	**55,0**	
Prix d'exercice des options	1,3	
Immobilier	184,9	
Catalogue films Accuracy	164,0	**136,4**
Frais catalogue ciné	-27,6	
Catalogue fiction / animation	11,2	**9,3**
Frais catalogue fiction / animation	-1,9	
IS	-26,4	
Pertes futures	-43,5	
ANR	**317,0**	
Nombre de titres	3 139 225	
Valeur par action	**101,0 €**	

ANR page 62 de notre rapport (réponse aux actionnaires minoritaires thème 7)

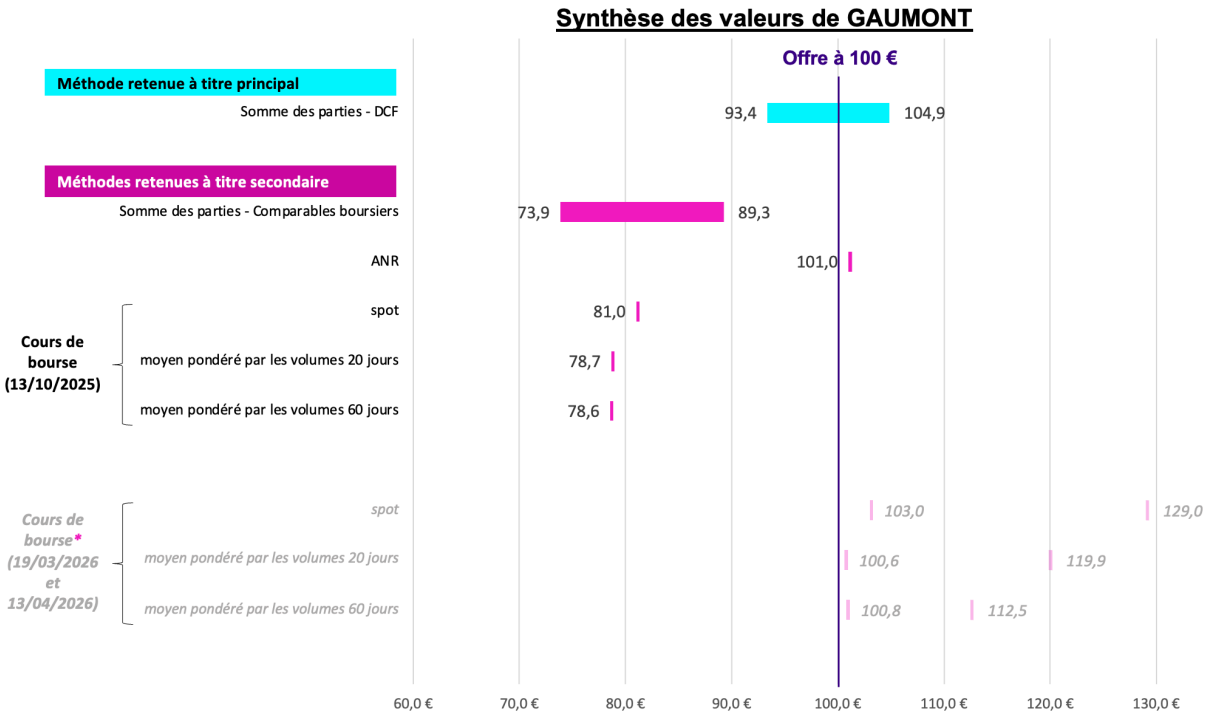
M€	
ANC conso 31/12/2025	165,1
VNC immo	-59,7
VNC catalogue films	-45,9
Goodwill animation	
ANC hors immo et catalogue films	**59,5**
Prix d'exercice des options	1,3
Immobilier	184,9
Catalogue films Accuracy	158,1
IS	-41,8
ANR	**362,0**
Nombre de titres	3 139 225
Valeur par action	**115,3 €**

Méthodes	Références	Valorisation en € expert indépendant		Prime / (décote) sur le prix d'Offre 100 €		Etablissement présentateur		Prime / (décote) sur le prix d'Offre 100 €	
Méthodes retenues à titre principal	Somme des parties - DCF	93,4 €	104,9 €	7,1%	-4,6%	75,7 €	84,3 €	32,1%	18,6%
	DCF					68,6 €	75,0 €	45,8%	33,4%
A titre secondaire[2]	Somme des parties - Comparables boursiers	73,9 €	89,3 €	35,4%	12,0%	64,0 €	67,6 €	56,4%	48,0%
	ANR	101,0 €		-1,0%					
	Cours de bourse (13/10/2025[1])								
	spot	81,0 €		23,5%		81,0 €		23,5%	
	moyen pondéré par les volumes 20 jours	78,7 €		27,1%		78,7 €		27,1%	
	moyen pondéré par les volumes 60 jours	78,6 €		27,3%		78,6 €		27,3%	
	moyen pondéré par les volumes 120 jours					80,3 €		24,6%	
	moyen pondéré par les volumes 180 jours					78,6 €		27,3%	
	moyen pondéré par les volumes 240 jours					79,8 €		25,3%	
	Cours de bourse (19/03/2026[3] et 13/04/2026[3])								
	spot	*103,0 €*	*129,0 €*	*-2,9%*	*-22,5%*				
	moyen pondéré par les volumes 20 jours	*100,6 €*	*119,9 €*	*-0,6%*	*-16,6%*				
	moyen pondéré par les volumes 60 jours	*100,8 €*	*112,5 €*	*-0,8%*	*-11,1%*				

[1] *Veille de la date de publication de la décision de l'AMF imposant le lancement de l'Offre*

[2] *A titre indicatif pour l'établissement présentateur*

[3] *Colonne de gauche pour le 19/03/2026 et colonne de droite pour le 13/04/2026, étant rappelé que les cours postérieurs au 13 octobre 2025 sont affectés par la décision de l'AMF imposant le dépôt d'une offre publique de retrait*



* *Points de gauche pour le 19/03/2026 et points de droite pour le 13/04/2026, étant rappelé que les cours postérieurs au 13 octobre 2025 sont affectés par la décision de l'AMF imposant le dépôt d'une offre publique de retrait*