

NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ BEL SA INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ UNIBEL SA



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 21-538 en date du 21 décembre 2021 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par Bel 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 articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur les sites internet de Bel SA (www.groupe-bel.com/fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais au siège social de Bel SA (2 allée de Longchamp – 92150 Suresnes).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Bel SA feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué de presse sera publié pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLE DES MATIERES

1	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE.....	3
1.1	Présentation de l'Offre.....	3
1.2	Contexte et motifs de l'Offre.....	4
1.2.1	Contexte de l'Offre	4
1.2.2	Déclarations de franchissement de seuils légaux.....	6
1.2.3	Motifs de l'Offre	6
1.2.4	Répartition du capital et des droits de vote de la Société	6
1.3	Rappel des principales caractéristiques de l'Offre	7
1.3.1	Principales modalités de l'Offre.....	8
1.3.2	Conditions de l'Offre	8
1.4	Procédure et calendrier indicatif de l'Offre	9
1.4.1	Procédure d'apport à l'Offre	9
1.4.2	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	10
1.4.3	Calendrier indicatif de l'Offre.....	10
2	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	12
2.1	Présentation du Comité Ad Hoc	12
2.2	Avis motivé du Conseil d'administration.....	13
3	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	19
4	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	20
5	INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT DES ACTIONS AUTO-DETENUES	20
6	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	20
7	ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	20
7.1	Structure et répartition du capital de la Société	20
7.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions	21
7.2.1	Obligation de déclaration des franchissements de seuils	21
7.2.2	Transfert d'Actions	21
7.2.3	Droit de vote double	21
7.3	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	21
7.4	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	21
7.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	22
7.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	22

7.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote	23
7.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	23
7.9	Pouvoir du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'Actions	23
7.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	25
7.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	25
8	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	26
	Annexe 1 Extrait du rapport du cabinet Finexsi sur les conditions financières de l'Echange	27
	Annexe 2 Rapport de l'Expert Indépendant et <i>addendum</i>	28

1 RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF (le « **Règlement Général de l'AMF** »), la société Unibel SA, société anonyme au capital de 1.742.679 euros, dont le siège social est situé 2 allée de Longchamp – 92150 Suresnes, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 552 002 578 RCS Nanterre (l'« **Initiateur** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de Bel SA, société anonyme au capital de 10.308.502,50 euros divisé en 6.872.335 actions ordinaires de 1,50 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées, dont le siège social est situé 2 allée de Longchamp - 92150 Suresnes, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 542 088 067 RCS Nanterre (« **Bel** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000121857 (mnémonique : FBEL) (les « **Actions** »), d'acquérir la totalité des Actions non-détenues directement ou indirectement par l'Initiateur ou les membres du Groupe Familial Fiévet-Bel, agissant de concert vis-à-vis de la Société, à la date de la note d'information (la « **Note d'Information** ») à un prix de 550 euros par Action (le « **Prix d'Offre par Action** »), dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** », et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), dont les termes et conditions sont décrits dans la Note d'information.

L'Initiateur est contrôlé directement et indirectement par les familles Fiévet et Sauvin (le « **Groupe Familial Fiévet-Bel** ») qui agissent ensemble, avec l'Initiateur et Société Industrielle Commerciale et de Participation, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 2 allée de Longchamp – 92150 Suresnes, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 672 019 460 RCS Nanterre (« **Sicopa** », société détenue à 100% par Bel, elle-même contrôlée par l'Initiateur), de concert vis-à-vis de la Société¹.

A la date de la Note en Réponse, à la suite des opérations décrites au paragraphe 1.2.1 ci-dessous, l'Initiateur et les membres du Groupe Familial Fiévet-Bel détiennent ensemble, directement et indirectement, 6.560.551 Actions² représentant 95,46% du capital et 82,22% des droits de vote théoriques³ de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur (par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, en ce inclus les 1.591.472 Actions d'autocontrôle détenues par Sicopa représentant 23,16% du capital de Bel), à l'exclusion :

- (i) des 80.620 Actions auto-détenues par la Société⁴ ; et
- (ii) des 21.207 Actions attribuées gratuitement encore susceptibles d'être attribuées dans le cadre des plans en cours (les « **Actions Gratuites en Cours d'Acquisition** »), sous

¹ D&I 213C1436.

² En ce compris 1.591.472 Actions d'autocontrôle et 80.620 Actions auto-détenues, assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

³ Sur la base d'un nombre total de 6.872.335 Actions représentant 11.882.284 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF. L'Initiateur et les membres du Groupe Familial Fiévet-Bel détiennent par ailleurs ensemble, directement et indirectement, 95,69% des droits de vote exerçables en assemblée générale.

⁴ Ces Actions sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables,

soit 311.784 Actions représentant 4,54% du capital et 3,70% des droits de vote théoriques de la Société à la date de la Note en Réponse.

L'Initiateur a indiqué que le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre dès la clôture de l'Offre Publique de Retrait, conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II. 2. du Code monétaire et financier et des articles 237 et suivants du Règlement Général de l'AMF, dans la mesure où les conditions en sont déjà réunies à la date de la Note en Réponse. Dans ce cadre, les Actions visées par l'Offre Publique de Retrait qui n'auraient pas été apportées à celle-ci seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre par Action (soit 550 euros), nette de tous frais.

Il est précisé que la mise en œuvre du Retrait Obligatoire aura pour effet de mettre fin à la négociation des Actions sur Euronext Paris.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant 12 jours de négociation en France.

L'Offre a été présentée par BNP Paribas le 22 octobre 2021 pour le compte de l'Initiateur. Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

(i) Signature d'une promesse d'échange d'actions

Comme indiqué dans la Note d'Information, le groupe Lactalis⁵ (le « **Groupe Lactalis** ») a consenti à Sicopa le 18 mars 2021 une promesse unilatérale (la « **Promesse** ») portant sur (x) la cession par Sicopa, société détenue à 100% par Bel et contrôlée par Unibel, d'un périmètre comprenant Royal Bel Leerdammer NL, Bel Italia, Bel Deutschland, la marque Leerdammer et tous ses droits attachés, ainsi que Bel Shostka Ukraine (le « **Périmètre Leerdammer** ») (y) en échange de 1.591.472 Actions Bel (représentant 23,16% du capital et 23,76% des droits de vote théoriques⁶ de la Société) détenues par Sofil, entité du Groupe Lactalis (l' « **Echange** »).

(ii) Approbation par le Conseil d'administration du principe de l'Echange

Le Conseil d'administration de Bel, réuni le 18 mars 2021, a, à l'unanimité des votants, accueilli favorablement le principe de l'Echange.

La décision du Conseil d'administration a été annoncée par voie de communiqué de presse publié le 19 mars 2021.

Le même jour, (i) la Société a annoncé son intention de déposer un projet d'offre publique de rachat d'actions (l' « **OPRA** ») à un prix de 440 euros par Action et (ii) l'Initiateur a quant à lui annoncé son intention de déposer un projet d'offre

⁵ Groupe contrôlé au plus haut niveau par la famille Besnier.

⁶ Sur la base d'un nombre total de 6.872.335 Actions représentant, à cette date, 13.397.064 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF.

publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur le solde des Actions au même prix par Action que cette dernière, soit 440 euros par Action.

(iii) Remise du rapport de l'Expert indépendant

L'Expert Indépendant a remis au Conseil d'administration de la Société, le 8 juillet 2021, un rapport assorti d'une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Echange, dont un extrait figure en Annexe 1. L'Expert Indépendant a conclu que la parité offerte de 1.591.472 actions Bel pour le Périmètre Leerdammer est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Bel.

(iv) Signature du Contrat d'Echange

A la suite de l'obtention d'un avis favorable unanime des instances représentatives du personnel consultées dans le cadre de l'Echange, Sicopa a exercé la Promesse le 13 juillet 2021.

Le 13 juillet 2021, Sicopa et Sofil ont signé un accord (le « **Contrat d'Echange** ») relatif à l'Echange.

La signature du Contrat d'Echange a été annoncée dans le communiqué de presse publié par Bel le 29 juillet 2021.

(v) Satisfaction des conditions suspensives relatives au Contrat d'Echange

Le 30 septembre 2021 (la « **Date de Réalisation de l'Echange** »), à la suite de la levée de l'ensemble des conditions suspensives à la réalisation de l'Echange et notamment de l'autorisation sans réserve au titre du contrôle des concentrations de la Commission européenne obtenue 26 août 2021, Sicopa a acquis 1.591.472 Actions⁷.

A l'issue de ces opérations, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société était telle qu'elle figure au paragraphe 1.2.4 de la présente Note en Réponse.

(vi) Annonces relatives à l'OPRA et à l'Offre

Le 30 septembre 2021, l'Initiateur a annoncé par un communiqué de presse sa décision d'augmenter le Prix d'Offre par Action à 550 euros, soit une prime de 25% sur le prix de 440 euros annoncé le 19 mars 2021.

Le même jour, la Société a également publié un communiqué de presse par lequel elle a annoncé que, dans le cadre d'un ajustement de sa stratégie de financement et d'allocation de capital, elle renonçait à déposer un projet d'OPRA. Depuis l'annonce par la Société le 19 mars 2021 de son intention de déposer une OPRA à un prix de 440 euros par action, le Groupe Bel a en effet accéléré ses efforts d'investissements dans le but de renforcer son *leadership* sur le marché du snacking sain tout en continuant de faire face à une situation économique et géopolitique complexe au Proche et Moyen-Orient ainsi qu'en Afrique du Nord. Cette combinaison d'éléments a donc conduit Bel à ajuster sa

⁷ L'obtention des autorisations nécessaires au titre du contrôle des concentrations et la réalisation définitive de l'Echange ont été annoncées par voies de communiqués de presse en date respectivement du 27 août 2021 et du 30 septembre 2021.

stratégie de financement et d'allocation de capital et à renoncer à déposer l'OPRA.

1.2.2 Déclarations de franchissement de seuils légaux

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce :

- Sicopa (société contrôlée par Unibel) a déclaré, par lettre adressée à l'AMF en date du 6 octobre 2021, le franchissement à la hausse, le 30 septembre 2021, des seuils légaux de 5%, 10%, 15% et 20% du capital⁸ de la Société ; et
- le Groupe Familial Fiévet-Bel a déclaré, par la même lettre adressée à l'AMF en date du 6 octobre 2021, le franchissement à la hausse, le 30 septembre 2021, des seuils légaux, de concert avec Unibel et Sicopa, de 90% et 95% du capital de la Société, le Groupe Familial Fiévet-Bel détenant directement et indirectement à cette date 6.560.551 Actions représentant 95,46% du capital et 82,21% des droits de vote de la Société⁹.

1.2.3 Motifs de l'Offre

Compte tenu de la structure actuelle de son actionariat et du faible volume d'échanges des Actions sur le marché, un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres aux négociations et ainsi de réduire ses coûts de fonctionnement en se libérant des contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris.

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

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 10.308.502,50 euros, divisé en 6.872.335 Actions ordinaires de 1,50 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie. 5.019.936 Actions bénéficiaient d'un droit de vote double, accordé aux Actions détenues sous forme nominative depuis plus de quatre ans.

Le capital social et les droits de vote de la Société sont, à la connaissance de la Société, répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions détenues	% d'Actions détenues	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques	Nombre de droits de vote exerçables	% de droits de vote exerçables
Concert Unibel	6.560.551	95,46%	9.769.918	82,22%	9.769.918	95,69%
<i>Unibel</i>	4.651.237	67,68%	9.302.474	78,29%	9.302.474	91,11%
<i>Membres du Groupe Familial Fiévet-Bel (familles Fiévet et Sauvín)</i>	237.222	3,45%	467.444	3,93%	467.444	4,58%

⁸ Sicopa étant détenue à 100% par Bel, les Actions qu'elle détient sont des Actions d'autocontrôle privées de droit de vote dans la mesure où Sicopa détient plus de 10% du capital de Bel.

⁹ En ce compris 1.591.472 Actions d'autocontrôle et 80.620 Actions détenues par la Société assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

Actionnaires	Nombre d'Actions détenues	% d'Actions détenues	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques	Nombre de droits de vote exerçables	% de droits de vote exerçables
<i>Sicopa</i> ¹⁰	1.591.472	23,16%	0	0%	0	0%
<i>Auto-détention</i>	80.620	1,17%	0	0%	0	0%
Sofil	61.851	0,90%	123.702	1,04%	123.702	1,21%
Public	249.933	3,64%	316.572	2,66%	316.572	3,10%
Ecart ¹¹	-	-	1.672.092	14,07%	-	-
TOTAL	6.872.335	100%	11.882.284	100%	10.210.192	100%

Certains membres du Groupe Familial Fiévet-Bel ont fait part de leur intention de céder leurs Actions à l'Initiateur au Prix d'Offre par Action au cours de la période d'offre comme suit :

- Branche familiale Antoine Fiévet, à hauteur de 6.999 Actions ;
 - Branche familiale Thomas Sauvin, à hauteur de 4.575 Actions ;
 - Branche familiale Marion Sauvin, à hauteur de 4.574 Actions ; et
 - Branche familiale Florian Sauvin, à hauteur de 4.574 Actions,
- soit un total de 20.722 Actions.

A l'issue de ces cessions, le capital social et les droits de vote de la Société seront répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions détenues	% d'Actions détenues	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques	Nombre de droits de vote exerçables	% de droits de vote exerçables
Concert Unibel	6.560.551	95,46%	9.756.195	82,20%	9.756.195	95,68%
<i>Unibel</i>	4.671.959	67,98%	9.323.196	78,55%	9.323.196	91,44%
<i>Membres du Groupe Familial Fiévet-Bel (familles Fiévet et Sauvin)</i>	216.500	3,15%	432.999	3,65%	432.999	4,25%
<i>Sicopa</i> ¹²	1.591.472	23,16%	0	0%	0	0%
<i>Auto-détention</i>	80.620	1,17%	0	0%	0	0%
Sofil	61.851	0,90%	123.702	1,04%	123.702	1,21%
Public	249.933	3,64%	316.572	2,67%	316.572	3,10%
Ecart	-	-	1.672.092	14,09%	-	-
TOTAL	6.872.335	100%	11.868.561	100%	10.196.469	100%

¹⁰ Actions d'autocontrôle privées du droit de vote.

¹¹ Correspondant aux Actions d'autocontrôle et aux Actions détenues par la Société et privées de droit de vote.

¹² Actions d'autocontrôle privées du droit de vote.

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Principales modalités de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du Règlement Général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 22 octobre 2021. Un avis de dépôt a été publié le même jour par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org)¹³. Le projet de Note d'Information tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Unibel (<https://unibel.fr/>).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26, I, 3° du Règlement Général de l'AMF, Bel a déposé le 16 novembre 2021 auprès de l'AMF son projet de Note en Réponse, incluant notamment le rapport de l'Expert Indépendant et l'avis motivé du Conseil d'administration en application des dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF. Le projet de Note en Réponse tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Bel (www.groupe-bel.com/fr/).

L'AMF a publié sur son site internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emporte visa de la Note d'Information et de la Note en Réponse.

La Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement Général de l'AMF, déposés auprès de l'AMF et tenus gratuitement à la disposition du public au siège de la Société, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (<http://www.amf-france.org>) et de Bel (www.groupe-bel.com/fr/).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement Général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre Publique de Retrait, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre Publique de Retrait et précisant le calendrier et les modalités de l'Offre Publique de Retrait.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant 12 jours de négociation.

1.3.2 Conditions de l'Offre

A la connaissance de la Société, l'Offre Publique de Retrait ne fait l'objet d'aucune condition prévoyant un nombre minimum d'Actions devant être apportées à l'Offre Publique de Retrait pour que celle-ci puisse bénéficier d'une issue positive. Par ailleurs, l'Offre n'est soumise à l'obtention d'aucune autorisation relative au contrôle des concentrations ou auprès d'un quelconque régulateur.

¹³ Avis de dépôt n° 221C2828 du 22 octobre 2021.

1.4 Procédure et calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et Euronext Paris publiera un avis définissant les termes et modalités de l'Offre

Conformément aux dispositions des articles 236-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, l'Offre sera ouverte pendant une période de 12 jours de négociation et ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans la Note d'Information.

1.4.1 Procédure d'apport à l'Offre

Comme indiqué à la section 2.4 de la Note d'Information, les Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement cessibles et libres de tout gage, nantissement, charge ou restriction au transfert de propriété de quelque nature que ce soit. L'Initiateur se réserve le droit, à sa seule discrétion, d'écarter les Actions apportées qui ne satisferaient pas ces conditions.

L'Offre et tous les contrats, documents ou déclarations y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à l'Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (par exemple, un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement) qui souhaiteraient apporter des Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au Prix d'Offre par Action au plus tard le jour de clôture de l'Offre (inclus) - sous réserve des délais de traitement par l'intermédiaire financier concerné - en utilisant le modèle mis à leur disposition par leur intermédiaire financier.

Les Actions détenues sous forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, les actionnaires dont les Actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter des Actions à l'Offre Publique de Retrait devront demander la conversion de celles-ci afin de les détenir au porteur dans les meilleurs délais. Les intermédiaires financiers teneurs de comptes devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur des Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait. Les ordres de présentation des Actions à l'Offre Publique de Retrait seront irrévocables.

L'Offre Publique de Retrait sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du Règlement Général de l'AMF. Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Exane BNP Paribas, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et la taxe sur la valeur ajoutée y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs. Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait.

1.4.2 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF. Par conséquent, les actionnaires de la Société situés hors de France ne pourront valablement apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait que dans la mesure où le droit étranger auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion de la Note d'Information, de la Note en Réponse et des autres documents relatifs à l'Offre peut faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays.

En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. Il revient aux actionnaires de la Société situés hors de France de se renseigner sur les restrictions qui leur sont éventuellement applicables et de s'y conformer. La Note d'Information, la Note en Réponse et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre ou sollicitation est illégale. Les personnes venant à entrer en possession de la Note d'Information ou de la Note en Réponse doivent se tenir informées des restrictions légales applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des règles étrangères qui lui sont éventuellement applicables.

En particulier, l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes se trouvant aux Etats-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communications (y compris, sans limitation, les transmissions par télécopie, télex, téléphone et courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif à celui-ci ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit.

Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du présent document ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou transmis son ordre d'apport de titres et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandat lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter des ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus.

1.4.3 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF et Euronext Paris publieront des avis annonçant la date d'ouverture et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait. Un calendrier est proposé ci-dessous, à titre purement indicatif.

Dates	Principales étapes de l'Offre
22 octobre 2021	<p>Dépôt du projet d'Offre et du projet de Note d'Information auprès de l'AMF ;</p> <p>Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'établissement présentateur et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de l'Initiateur du projet de Note d'Information ; et</p> <p>Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de Note d'Information.</p>
16 novembre 2021	<p>Dépôt du projet de Note en Réponse auprès de l'AMF incluant le rapport de l'Expert Indépendant et l'avis motivé du Conseil d'administration ;</p> <p>Mise à disposition du public au siège de la Société, et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de la Société, du projet de Note en Réponse ; et</p> <p>Diffusion par la Société d'un communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en Réponse.</p>
21 décembre 2021	<p>Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information et de la Note en Réponse ; et</p> <p>Dépôt des documents « Autres Informations » de l'Initiateur et de la Société auprès de l'AMF.</p>
22 décembre 2021	<p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de l'Initiateur de la note d'information visée ;</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de la Société de la Note en Réponse visée ;</p> <p>Diffusion par l'Initiateur et par la Société des communiqués informant de la mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF et de la Note en Réponse de la Société visée par l'AMF.</p>
23 décembre 2021	<p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de la Société du document « Autres informations » de la Société ;</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de l'Initiateur du document « Autres informations » de l'Initiateur ;</p> <p>Diffusion par l'Initiateur et par la Société des communiqués informant de la mise à disposition des documents « Autres informations » de l'Initiateur et de la Société ;</p> <p>Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre Publique de Retrait ; et</p>

Dates	Principales étapes de l'Offre
	Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre Publique de Retrait et à ses modalités.
24 décembre 2021	Ouverture de l'Offre Publique de Retrait pour une durée de 12 jours de négociation.
10 janvier 2022	Clôture de l'Offre Publique de Retrait (dernier jour de passage des ordres de vente sur le marché).
12 janvier 2022	Publication de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait par l'AMF.
25 janvier 2022	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Paris.

2 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

2.1 Présentation du Comité Ad Hoc

Le Conseil d'administration, réuni le 18 mars 2021, a :

- mis en place un comité *ad hoc* (le « **Comité Ad Hoc** ») composé de trois membres, dont une majorité d'administrateurs indépendants de la Société, en application des dispositions du III de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF et conformément à la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, à l'effet de recommander un expert indépendant en vue de sa désignation par le Conseil d'administration, déterminer l'étendue de sa mission et assurer notamment le suivi de ses travaux dans la perspective de l'avis motivé du Conseil d'administration sur les conditions financières de l'Echange et de l'Offre, ainsi que leurs conséquences respectives pour la Société, ses actionnaires et ses salariés ;
- sur la base de la recommandation du Comité Ad Hoc, désigné le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Lucas Robin, en qualité d'expert indépendant à charge d'émettre, en application des dispositions des articles 261-3 et 261-1, I et II du Règlement Général de l'AMF, des rapports et attestations d'équité sur les conditions financières de l'Echange, de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire (l'« **Expert Indépendant** »).

La nomination de l'Expert Indépendant a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par la Société le 19 mars 2021.

Le rapport de l'Expert Indépendant ainsi que l'avis motivé du Conseil d'administration sont reproduits en intégralité dans la présente Note en Réponse.

En application des dispositions de l'article 261-1, III du Règlement Général de l'AMF, les membres du Comité Ad Hoc se sont réunis le 15 novembre 2021, afin d'examiner l'Offre et d'élaborer un projet d'avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Le projet d'avis motivé du Comité Ad Hoc a été approuvé à l'unanimité par les membres du Comité Ad Hoc. En conséquence, le projet d'avis motivé du Comité Ad Hoc a été soumis au Conseil d'administration. Il est reproduit ci-dessous.

2.2 Avis motivé du Conseil d'administration

En application des dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration se sont réunis le 15 novembre 2021, afin d'examiner l'Offre envisagée et d'émettre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés.

Les éléments suivants ont été mis à la disposition des administrateurs :

- le projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF, comprenant notamment le contexte et les raisons de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;
- le projet d'avis motivé préparé par le Comité Ad Hoc en application de l'article 261-1, III du Règlement Général de l'AMF ;
- le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'Expert Indépendant ;
- le projet de Note en Réponse de la Société, établi en application de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF ; et
- le projet de document « Autres informations » relatif aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres caractéristiques de la Société.

Le Conseil d'administration de la Société, lors de cette réunion tenue le 15 novembre 2021, a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité (en ce compris l'ensemble des administrateurs indépendants, les autres membres du Conseil d'administration adhérant à l'avis du Comité Ad Hoc).

L'extrait des délibérations de cette réunion, y compris l'avis motivé du Conseil d'administration, est reproduit ci-dessous :

Présentation du rapport de l'Expert Indépendant

Finexsi, ayant été nommé en qualité d'Expert indépendant en application de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF, a présenté son rapport final au Comité Ad Hoc lors de sa réunion tenue le 15 novembre 2021.

Ce rapport a été communiqué aux membres du Conseil d'administration et a été présenté au Conseil d'administration par l'Expert Indépendant lors de sa réunion tenue le 15 novembre 2021.

Monsieur Olivier Peronnet, pour le compte de Finexsi, a présenté les travaux de l'Expert Indépendant relativement à l'évaluation de la Société et l'analyse du caractère équitable du prix offert par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre :

« Nous considérons la méthode du DCF comme la plus appropriée pour estimer la valeur intrinsèque de l'action Bel. Notre extrapolation du Plan Stratégique retenue dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode DCF intègre l'objectif de ROC moyen/long terme de 10% du chiffre d'affaires (niveau estimé atteint en 2029e dans l'extrapolation). Ce niveau de profitabilité, dans les plus hauts historiques, traduit par rapport à la situation actuelle les ambitions du management et le repositionnement stratégique du Groupe en termes de présence géographique et en termes de produits et reflète selon nous la pleine valeur du Groupe selon ses ambitions actuelles.

Sur la base du plan d'affaires du management (le Plan Stratégique 2021b-2024e que nous avons prolongé sur 5 ans) et de nos analyses de sensibilités, ce critère fait ressortir une valeur

par action comprise entre 483 euros et 550 euros, avec une valeur centrale de 516 euros. Le prix d'Offre de 550 euros par action Bel extériorise une prime de +6,4% par rapport à cette valeur centrale.

Sur ces bases, le prix d'Offre correspondant à la valeur haute extériorisée par la méthode DCF donne la pleine valeur aux actionnaires minoritaires.

Nous observons que le prix d'Offre fait ressortir des primes sur les bornes basses et hautes des comparables boursiers, méthode retenue à titre secondaire, de respectivement 19% et 3,0%.

Concernant la référence au cours de bourse retenue à titre indicatif, à raison de la faible liquidité du titre, la présente Offre extériorise une prime de +47,8% par rapport au cours Spot avant l'annonce par le Groupe le 19 mars 2021 de l'Offre et de l'OPRA à un prix initial de 440 euros.

Sur la base de la méthode de la valeur induite par le cours de bourse Unibel post annonce des termes de l'Offre le 30 septembre 2021 retenue à titre indicatif, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 20,4%.

La méthode des transactions comparables retenue à titre indicatif extériorise une valeur moyenne à un niveau proche du prix d'Offre, étant précisé que les multiples transactionnels intègrent une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies pour l'acquéreur et que le scénario d'une telle cession est exclu selon l'Initiateur.

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de Note d'Information, à savoir (i) l'Echange, (ii) les accords transitoires postérieurs à l'Opération d'Echange, (iii) les mécanismes de liquidité, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, sur la base de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que le prix retenu pour l'Offre et l'indemnité prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire de 550 euros par Action, sont équitables d'un point de vue financier pour l'actionnaire de Bel. »

Activités et recommandations du Comité Ad Hoc

Monsieur Bruno Schoch, agissant en qualité de Président du Comité Ad Hoc, rend compte de la mission du comité et résume ci-après les activités menées dans le cadre de cette mission :

- (i) Nomination de l'Expert Indépendant
 - Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Lucas Robin, a été sélectionné par le Comité Ad Hoc parmi d'autres cabinets de services financiers susceptibles de répondre aux critères de compétence requis par la réglementation applicable et a ensuite été désigné par le Conseil d'administration comme Expert Indépendant, compte tenu de son expérience dans des opérations comparables, récentes et complexes, de sa réputation et en l'absence de tout conflit d'intérêts ;
 - Finexsi a confirmé qu'il ne se trouve pas dans une situation de conflit d'intérêts et qu'il dispose des moyens et de la disponibilité nécessaires pour agir en tant qu'Expert Indépendant et mener sa mission dans le cadre du calendrier envisagé ; et
 - la description de la mission de Finexsi auprès de la Société est contenue dans une lettre de mission en date du 30 octobre 2021.

(ii) Activités du Comité Ad Hoc et discussions avec l'Expert Indépendant

- A compter de sa constitution le 18 mars 2021, les membres du Comité Ad Hoc ont participé au total à huit réunions (en date respectivement des 2 avril, 7 mai, 3 juin, 22 juin, 29 juin, 6 septembre, 27 septembre et 15 novembre 2021), chacune d'entre elles ayant eu lieu en présence de l'Expert Indépendant. Compte-tenu des contraintes sanitaires liées à la pandémie de Covid-19, l'intégralité des réunions du Comité Ad Hoc et des échanges de ses membres avec les différents intervenants ont eu lieu par voie de conférence téléphonique ou vidéoconférence.
- Les sujets examinés au cours des différentes réunions du Comité Ad Hoc incluaient notamment : (i) une présentation de la méthodologie utilisée par l'Expert Indépendant, (ii) son accès aux informations demandées, notamment avec l'assistance du *management* de la Société, (iii) l'avancement progressif de ses travaux (ainsi que les éléments chiffrés en ressortant) présenté par l'Expert Indépendant à chaque réunion et (iv) les méthodes d'évaluation financière privilégiées par l'Expert Indépendant et celles qu'il a écartées.
- Le Comité Ad Hoc a veillé à ce que le travail de l'Expert Indépendant se déroule dans des conditions satisfaisantes à chaque point d'étape.
- En outre, le Comité Ad Hoc s'est par ailleurs assuré tout au long du processus que l'Expert Indépendant a reçu toutes les informations disponibles requises à l'accomplissement de sa mission.
- Les principaux éléments comptables et financiers mis à la disposition de l'Expert Indépendant dans le cadre de sa mission sont :
 - les données financières historiques publiques de la Société (incluant les éléments du premier semestre de l'exercice 2021 clos le 30 juin 2021) ;
 - le budget 2021 ;
 - le rapport d'évaluation de Bel préparé par l'établissement présentateur BNP Paribas ; et
 - le plan d'affaires 2021-2024 pro forma de la cession de Leerdammer préparé par le *management*, finalisé en juillet 2021 et approuvé par le Comité Exécutif de Bel également en juillet 2021 (le « **Plan d'Affaires Ajusté de la Société** »).
- Par ailleurs, l'Expert Indépendant a eu de nombreuses interactions avec le *management* de la Société afin de valider un certain nombre d'hypothèses, notamment concernant la période d'extrapolation du Plan d'Affaires Ajusté de la Société.
- Le Comité Ad Hoc a par ailleurs procédé à la revue de l'ensemble des questions ou observations soulevées par certains actionnaires minoritaires de la Société et a veillé à ce que l'Expert Indépendant dispose également de l'ensemble de ces éléments.
- Lors de sa réunion du 15 novembre 2021, le Comité Ad Hoc (i) a procédé à la revue du rapport définitif de l'Expert Indépendant, (ii) a finalisé ses recommandations au Conseil d'administration relativement à son avis sur l'Offre, (iii) a procédé à la revue de la dernière version du projet de Note en Réponse

ainsi que d'un projet de communiqué de presse à publier par la Société au moment du dépôt dudit projet de Note en Réponse et (iv) s'est de nouveau assuré que l'Expert Indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

(iii) Conclusions et recommandations du Comité Ad Hoc – projet d'avis motivé

- Le Comité Ad Hoc a pris acte des éléments résultant des intentions et des objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de Note d'Information, incluant notamment :
 - *En matière de politique industrielle et commerciale.* L'Initiateur a indiqué qu'il a l'intention, en continuant à s'appuyer sur l'équipe de direction actuelle de la Société, de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société et d'accompagner le développement de la Société, et ce notamment autour de ses trois territoires produit complémentaires – lait, végétal et fruit – dans la droite lignée de la démarche d'innovation, d'internationalisation et de modernisation déjà impulsée par l'équipe de direction actuelle.
 - *En matière d'emploi.* L'Initiateur a indiqué que l'Offre s'inscrit dans une logique de prolongement de la stratégie de la Société. Il n'anticipe donc pas d'impact sur la politique de Bel en matière d'emploi.
 - *En matière de cotation.* Dans la mesure où les Actions non-détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, seul ou de concert, ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a indiqué son intention de demander, à l'issue de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF.
- Le Comité Ad Hoc a également relevé que la Société restera contrôlée à l'issue de l'Offre par le Groupe Familial Fiévet-Bel qui détient, de concert avec l'Initiateur, 6.560.551 Actions représentant 95,46% du capital et 82,21% des droits de vote théoriques de la Société.

Le Comité Ad Hoc a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Sur le fondement des intentions et des objectifs de l'Initiateur exposés dans le projet de Note d'Information, le Comité Ad Hoc a noté que l'Offre est dans l'intérêt de la Société et de ses salariés.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, le Comité Ad Hoc a par ailleurs noté ce qui suit :

- L'Expert Indépendant a conclu au caractère équitable du Prix d'Offre par Action pour les actionnaires de la Société après avoir réalisé une évaluation multicritère et avoir examiné les termes et le contexte de l'Echange (et conclu, dans le contexte de l'Echange, que la parité offerte pour le Périmètre Leerdammer est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société) ;
- L'approche de valorisation par flux de trésorerie actualisés (DCF), considérée comme la plus appropriée par l'Expert Indépendant pour estimer la valeur intrinsèque de l'Action, aboutit à une valeur par Action comprise entre 483 euros

et 550 euros, avec une valeur centrale de 516 euros, soit une prime ressortant du Prix d'Offre Par Action de +6,4% par rapport à cette valeur, l'apport à l'Offre permettant ainsi de saisir la pleine valeur de la Société selon ses ambitions actuelles ;

- L'Expert Indépendant a relevé que le Prix d'Offre par Action de 550 euros faisait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus à titre principal et que ce prix était équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- Le Retrait Obligatoire ayant vocation à intervenir à l'issue de l'Offre Publique de Retrait permettra de mettre fin aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations et simplifiera le fonctionnement opérationnel de la Société, étant précisé que l'Initiateur considère que « *compte tenu de la structure actuelle de son actionariat et du faible volume d'échange sur les Actions de la Société sur le marché, un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié* ».

Le Comité Ad Hoc a ainsi conclu que l'Offre est également dans l'intérêt des actionnaires de la Société.

En conséquence, il a décidé de présenter au Conseil d'administration le projet d'avis motivé exposé ci-dessus, et de recommander au Conseil d'administration de se prononcer en ce sens.

Avis motivé du Conseil d'administration de la Société

Après avoir examiné les éléments mis à sa disposition préalablement à la réunion (en ce compris les intentions de l'Initiateur résumées ci-dessus), entendu une présentation de son rapport par l'Expert Indépendant et une présentation des travaux du Comité Ad Hoc par son Président, et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration a :

- pris acte des éléments résultant des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de Note d'Information, dont notamment ceux résumés ci-dessus ;
- pris acte du fait que l'Initiateur proposera aux bénéficiaires d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition de conclure avec lui des accords de liquidité leur permettant de céder leurs titres au Prix d'Offre par Action (sous forme de promesses de vente et d'achat) ; et
- décidé d'approuver, sans modification, le projet d'avis motivé préparé par le Comité Ad Hoc en application de l'article 261-1, III du Règlement Général de l'AMF.

En conséquence, après avoir examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses employés, et sur le fondement des intentions et des objectifs de l'Initiateur exposés dans le projet de Note d'Information, le Conseil d'administration a noté que l'Offre est dans l'intérêt de la Société et de ses employés.

S'agissant de l'intérêt de l'offre pour les actionnaires, le Conseil d'administration a noté ce qui suit :

- L'Expert Indépendant a conclu au caractère équitable du Prix d'Offre par Action pour les actionnaires de la Société après avoir réalisé une évaluation multicritère et avoir examiné les termes et le contexte de l'Echange (et conclu que la parité offerte pour le Périmètre Leerdammer est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires

de la Société). L'Expert Indépendant a par ailleurs considéré que l'Offre pourrait représenter une opportunité pour les actionnaires minoritaires de Bel d'obtenir une liquidité complète et immédiate ;

- L'approche de valorisation par flux de trésorerie actualisés (DCF), considérée comme la plus appropriée par l'Expert Indépendant pour estimer la valeur intrinsèque de l'Action, aboutit à une valeur par Action comprise entre 483 euros et 550 euros, avec une valeur centrale de 516 euros, soit une prime ressortant du Prix d'Offre Par Action de +6,4% par rapport à cette valeur, l'apport à l'Offre permettant ainsi de saisir la pleine valeur de la Société selon ses ambitions actuelles ;
- L'Expert Indépendant a relevé que le Prix d'Offre par Action de 550 euros faisait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus à titre principal et que ce prix était équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- Le Comité Ad Hoc partage les conclusions de l'Expert Indépendant selon lesquelles les conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre présentent un caractère équitable ;
- L'Initiateur offre une liquidité immédiate aux actionnaires qui apporteront leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait, la liquidité des Actions étant faible sur le marché du fait de l'étroitesse du flottant ; et
- Le Retrait Obligatoire ayant vocation à intervenir à l'issue de l'Offre permettra de mettre fin aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations et simplifiera le fonctionnement opérationnel de la Société, étant précisé que l'Initiateur considère que « *compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échange sur les Actions de la Société sur le marché, un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié* ».

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par l'établissement présentateur BNP Paribas, (iii) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre, (iv) des conclusions des travaux de revue du Comité Ad Hoc, (v) du projet de Note en Réponse et du projet de communiqué de presse relatif au dépôt du projet de Note en Réponse et (vi) des éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés (en ce compris l'ensemble des administrateurs indépendants, les autres membres du Conseil d'administration adhérant à l'avis du Comité Ad Hoc), considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide :

- d'émettre, à la lumière des travaux, conclusions et recommandations du Comité Ad Hoc, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ; et
- de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

A la suite de la réception par la Société de deux courriers adressés respectivement les 2 et 6 décembre 2021 par un actionnaire minoritaire et par l'expert mandaté par celui-ci, l'Expert Indépendant a préparé un *addendum* à son rapport initial.

Les membres du Comité Ad Hoc se sont réunis le 10 décembre 2021 en présence de l'Expert Indépendant afin de prendre connaissance de l'*addendum* à son rapport initial. Après avoir échangé avec l'Expert Indépendant, le Comité Ad Hoc, à l'unanimité de ses membres, a (i) pris

acte des éléments de réponse et travaux complémentaires de l'Expert Indépendant ainsi que de la réitération des conclusions de l'Expert Indépendant formulées dans son attestation d'équité du 15 novembre 2021 et (ii) confirmé que ces nouveaux éléments n'affectent pas sa recommandation initiale au Conseil d'administration en date du 15 novembre 2021 de (a) décider que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et (b) recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Conseil d'administration s'est réuni le 17 décembre 2021 afin notamment de prendre connaissance de l'addendum au rapport de l'Expert Indépendant et des recommandations du Comité Ad Hoc.

L'ensemble des membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil d'administration ont pris connaissance :

- de l'addendum au rapport de l'Expert Indépendant confirmant les conclusions de son rapport initial en date du 15 novembre 2021 ; et
- des projets finaux de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société.

Le Conseil d'administration a par ailleurs pris acte :

- de l'intention, rappelée lors de la présente réunion du Conseil d'administration, du Groupe Familial Fiévet-Bel d'assurer la stabilité du contrôle du Groupe et d'en préserver le caractère familial, conformément aux objectifs déjà énoncés dans le pacte d'actionnaires Unibel qui les lie¹⁴ et d'assurer le développement du groupe comme cela a été communiqué lors de la cession de Leerdammer (accélération des investissements sur le marché du « *snacking* » tout en faisant face à une situation complexe sur certaines zones géographiques) ; et
- de la délibération du Comité Ad Hoc du 10 décembre 2021 ayant confirmé sa recommandation du 15 novembre 2021 connaissance prise de l'addendum au rapport de l'Expert Indépendant.

Au regard de ces éléments, le Conseil d'Administration a, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés (en ce compris l'ensemble des administrateurs indépendants, les autres membres du Conseil d'administration adhérant à l'avis du Comité Ad Hoc), réitéré sa décision du 15 novembre 2021 :

- d'émettre, à la lumière de l'ensemble des travaux, conclusions et recommandations du Comité Ad Hoc, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ; et
- de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

3 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF, l'Expert Indépendant a été désigné le 18 mars 2021 par le Conseil d'administration afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et le Retrait Obligatoire.

¹⁴ D&I 213C1436 du 26 septembre 2013. Le prochain terme du pacte est le 22 septembre 2027.

Ledit rapport, ainsi que son *addendum*, sont intégralement reproduits en Annexe 2 du présent projet de Note en Réponse.

4 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément à l'article 3 du règlement intérieur du Conseil d'administration, chaque membre du Conseil d'administration doit détenir au moins 20 actions de la Société au nominatif.

L'ensemble des membres du Conseil d'administration détenant des Actions, à l'exception de Monsieur Antoine Fiévet et de Monsieur Florian Sauvin dont les Actions ne sont pas visées par l'Offre, ont manifesté leur intention d'apporter les Actions qu'ils détiennent à l'Offre.

5 INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT DES ACTIONS AUTO-DETENUES

Les 80.620 Actions auto-détenues ne sont pas visées par l'Offre et ne seront ainsi pas apportées.

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

A l'exception du Contrat d'Echange et des accords transitoires postérieurs à l'Echange décrits à la section 1.3 de la Note d'Information, la Société n'a pas connaissance d'autres accords et n'est partie à aucun accord lié à l'Offre ou qui serait de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

La Société précise par ailleurs que l'Initiateur a indiqué dans la Note d'Information envisager de mettre en place après la date de clôture de l'Offre un mécanisme de liquidité au profit des titulaires d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition (le « **Mécanisme de Liquidité** »).

Dans ce cadre, l'Initiateur a indiqué dans la Note d'Information son intention de proposer à chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition de conclure :

- (i) une promesse d'achat, exerçable par chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition pendant une période de 60 jours à compter du premier jour ouvré suivant la date d'attribution définitive de leurs Actions Gratuites en Cours d'Acquisition (la « **Promesse d'Achat** ») ; et
- (ii) une promesse de vente consentie par chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition au bénéfice de l'Initiateur (la « **Promesse de Vente** » et, avec la Promesse d'Achat, les « **Promesses** »), exerçable pendant une période de 60 jours à l'issue de l'expiration de la période d'exercice de la Promesse d'Achat (à défaut d'exercice de celle-ci par le bénéficiaire d'Actions sous Promesse).

Le prix d'exercice des Promesses correspondrait au Prix d'Offre par Action.

7 ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève à 10.308.502,50 euros, divisé en 6.872.335 Actions ordinaires de 1,50 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le tableau figurant en section 1.2.4 de la Note en Réponse présente, à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la date de la présente Note en Réponse.

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

Il n'existe aucune autre restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions que celles mentionnés aux sections 7.2.1 à 7.2.3 ci-dessous.

7.2.1 Obligation de déclaration des franchissements de seuils

Aux termes de l'article 10 des statuts de la Société, toutes personnes physiques ou morales, agissant seules ou de concert, qui viennent à détenir seules ou de concert, de quelque manière que ce soit, au sens des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, un nombre de titres représentant une fraction égale à 1% du capital social et/ou des droits de vote aux Assemblées ou tout multiple de ce pourcentage, doivent informer la Société du nombre total d'Actions qu'elles possèdent par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social dans un délai de 15 jours à compter du franchissement de l'un de ces seuils de 1%. Cette obligation s'applique dans les mêmes conditions que celles prévues ci-dessus chaque fois que la fraction du capital et/ou des droits de vote possédée devient inférieure à l'un des seuils ci-dessus. En cas de non-respect des stipulations ci-dessus, les Actions excédant le seuil donnant lieu à déclaration sont privées de droit de vote. En cas de régularisation, les droits de vote correspondants ne peuvent être exercés jusqu'à l'expiration du délai prévu par la loi et la réglementation en vigueur.

Toutefois, sauf en cas de franchissement de l'un des seuils visés à l'article L. 233-7 précité, cette sanction ne sera appliquée que sur demande, consignée dans le procès-verbal de l'Assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires possédant ensemble ou séparément 5% au moins du capital et/ou des droits de vote de la Société.

7.2.2 Transfert d'Actions

Il n'existe dans les statuts de la Société aucune disposition particulière pouvant entraîner des restrictions au transfert des Actions.

7.2.3 Droit de vote double

Conformément à l'article 24 des statuts, un droit de vote double de celui conféré aux Actions au porteur eu égard à la quotité de capital qu'elles représentent est attribué aux Actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis quatre ans au moins, au nom du même actionnaire.

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

La Société n'a connaissance d'aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

7.4 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

A la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote à la date de la présente Note en Réponse est indiquée dans le tableau figurant en section 1.2.4 de la présente Note en Réponse.

Depuis le 6 avril 2021 et la publication du Document d'Enregistrement Universel, l'AMF et la Société ont reçu les déclarations de franchissement de seuil suivantes :

- (i) par courrier adressé à l'AMF en date du 6 octobre 2021, Sicopa (société contrôlée par Unibel) a déclaré le franchissement à la hausse, le 30 septembre 2021, des seuils légaux de 5%, 10%, 15% et 20% du capital¹⁵ de la Société ;
- (ii) par le même courrier adressé à l'AMF en date du 6 octobre 2021, le Groupe Familial Fiévet-Bel a déclaré le franchissement à la hausse, le 30 septembre 2021, des seuils légaux, de concert avec Unibel et Sicopa, de 90% et 95% du capital de la Société, le Groupe Familial Fiévet-Bel détenant à cette date 6.560.551 Actions représentant 95,46% du capital et 82,21% des droits de vote de la Société ;
- (iii) par courrier adressé à la Société le 15 octobre 2021, Sicopa a déclaré le franchissement à la hausse le 30 septembre 2021, à titre individuel par Sicopa de tous les seuils statutaires compris entre 1% et 23% (inclus) du capital de Bel et de tous les seuils légaux compris entre 5% et 20% (inclus) du capital de Bel ;
- (iv) par le même courrier adressé à la Société le 15 octobre 2021, le Groupe Familial Fiévet-Bel a déclaré le franchissement le 30 septembre 2021 de tous les seuils statutaires de 1% compris entre 72% et 95% (inclus) du capital de Bel, de tous les seuils statutaires de 1% compris entre 73%¹⁶ et 82%¹⁷ (inclus) des droits de vote de Bel et des seuils légaux de 90% et 95% du capital de Bel ;
- (v) par courrier adressé à l'AMF le 5 octobre 2021, complété par un courrier adressé le 6 octobre, la société par actions simplifiée Sofil (entité du Groupe Lactalis) a déclaré avoir franchi en baisse, le 30 septembre 2021, les seuils de 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 61.851 Actions ; et
- (vi) par courrier adressé à la Société le 5 octobre 2021, la société par actions simplifiée Sofil (entité du Groupe Lactalis) a déclaré avoir franchi en baisse, le 30 septembre 2021, les seuils compris entre 23% et 1% (inclus) du capital et des droits de vote de la Société et détenir 61.851 Actions.

Les déclarations de franchissement de seuil adressées à l'AMF sont disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org).

A l'exception de ce qui est indiqué en section 1.2.4 de la présente Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 5% de son capital ou de ses droits de vote à la date du dépôt de la Note en Réponse.

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

Il n'existe pas de droits de contrôle spéciaux attachés aux Actions émises par la Société.

7.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

¹⁵ Sicopa étant détenue à 100% par Bel, les Actions qu'elle détient sont des Actions d'autocontrôle privées de droit de vote dans la mesure où Sicopa détient plus de 10% du capital de Bel.

¹⁶ Sur la base d'un capital composé de 6.872.335 actions représentant, avant l'Echange, 13.399.353 droits de vote.

¹⁷ Sur la base d'un capital composé de 6.872.335 actions représentant, après l'Echange, 11.892.271 droits de vote.

7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, il n'existe d'aucun accord pouvant entraîner des restrictions au transfert des Actions ou à l'exercice des droits de vote.

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

Il n'existe pas de règle spéciale, ni dans les statuts de la Société, ni dans une autre convention conclue entre la Société et une autre entité, qui porterait sur la nomination et le remplacement des membres du Conseil d'administration ou la modification des statuts de la Société et qui entraînerait une incidence en cas d'offre publique.

7.9 Pouvoir du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'Actions

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

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts de la Société, le Conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Objet de l'autorisation ou la délégation	Montant maximum autorisé ou nombre d'actions	Durée	Utilisation
22 mai 2019	Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue d'attribuer gratuitement des actions existantes et/ou à émettre aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux de la Société ou des sociétés liées.	30.000 actions	38 mois, soit jusqu'au 21 juillet 2022	26.259 actions
14 mai 2020	Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration pour augmenter le capital social avec suppression du	Le montant nominal maximum des augmentations de capital ne pourra être supérieur à 1% du capital social	26 mois, soit jusqu'au 13 juillet 2022	N/A

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Objet de l'autorisation ou la délégation	Montant maximum autorisé ou nombre d'actions	Durée	Utilisation
	droit préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise, possibilité d'attribuer des actions gratuites en application de l'article L. 3332-21 du Code du travail.	atteint à la date de décision de cette augmentation.		
14 mai 2020	Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue d'attribuer gratuitement des actions existantes. et/ou à émettre aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux de la Société ou des sociétés liées.	30.000 actions	38 mois, soit jusqu'au 13 juillet 2023	N/A
11 mai 2021	Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce et L. 225-210 et suivants du Code de commerce.	Montant total maximum de 446.701.450 euros (soit 650 euros par action).	18 mois	0

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

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

A la connaissance de la Société et à la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun accord significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

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

A la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique.

8 PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données de la présente Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Antoine Fiévet
Président Directeur général de Bel SA

Annexe 1
Extrait du rapport du cabinet Finexsi sur les
conditions financières de l'Echange



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

EXTRAIT DE L'ATTESTATION D'EQUITE DU 8 JUILLET 2021 RETRAITE DES DONNEES NON PUBLIQUES

Sur le rapport d'échange entre le périmètre LEERDAMMER
et les actions BEL préalable à l'OPRA initiée par BEL suivie
de l'OPR-RO initiée par UNIBEL

SOMMAIRE

14, rue de Bassano - 75116 Paris
Tél. : 01 43 18 42 42
Fax : 01 44 40 04 16
Email : finexsi@finexsi.com

Société de commissariat aux comptes
Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Ile-de-France
Membre de l'organisation A.T.H.
S.A. au capital de 336 813 € - RCS Paris B 415 195 189

1. Détermination et comparaison des valeurs relatives des actions de la société BEL et du périmètre LEERDAMMER	4
1.1 Méthodes d'évaluation écartées	4
1.1.1 Actif net comptable consolidé	4
1.1.2 Actif net comptable réévalué	5
1.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende).....	6
1.1.4 Valeur liquidative.....	6
1.1.5 Cours de bourse	6
1.1.6 Objectifs de cours de bourse des analystes.....	8
1.2 Critères d'évaluation retenues	8
1.2.1 Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF) - A titre principal	9
1.2.2 Comparables boursiers - A titre secondaire	10
1.2.3 Transactions comparables - à titre indicatif	10
1.3 Données de référence de BEL et du Périmètre LEERDAMMER.....	11
1.3.1 Nombre de titres retenu	11
1.3.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres 12	
1.4 Mise en œuvre de la valorisation de la société BEL	15
1.4.1 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	15
1.5 Mise en œuvre de la valorisation du Périmètre Leerdammer	24
1.5.1 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	24
1.5.2 Méthode d'évaluation retenue à titre indicatif.....	26
1.6 Comparaison des valeurs relatives.....	28
2. Conséquences de l'opération pour les actionnaires de BEL.....	30
3. Conclusion	33
4. Annexe unique	34

Le groupe BEL a annoncé dans son communiqué de presse publié le 19 mars 2021 le projet de cession des titres des sociétés ROYAL BEL LEERDAMMER NL (« RBL »), BEL ITALIA, BEL DEUTSCHLAND et BEL SHOSTKA UKRAINE et la marque « LEERDAMMER » et tous ses droits attachés (ci-après « le Périmètre LEERDAMMER ») au groupe LACTALIS en échange de 1.591.472 actions BEL SA (ci-après « BEL » ou la « Société »). Selon le communiqué cette opération sera suivie d'une Offre Publique de Rachat d'Actions (ou « OPRA ») initiée par la société BEL SA et d'une éventuelle Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (ou « OPR-RO ») initiée par la société UNIBEL SA sur les actions BEL (ensemble désignées ci-après « les Opérations Publiques »).

Dans le cadre de ces opérations, FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (« FINEXSI ») a été chargé en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de BEL SA réuni le 18 mars 2021, d'apprécier les conditions financières des Opérations Publiques et leur caractère équitable pour les actionnaires de BEL SA.

Cette désignation dans le cadre des Offres Publiques est intervenue sur le fondement de l'article 261-1 du règlement général de l'Autorité de Marchés Financiers (« l'AMF ») et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020.

Dans ce contexte, nous avons également été désignés en tant qu'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable pour les actionnaires de BEL du projet de cession du Périmètre LEERDAMMER en échange de 1.591.472 actions BEL SA (ci-après « l'Opération » ou « le Projet d'Echange »), qui constituera un accord connexe à l'offre publique subséquente dès lors que LACATALIS demeurera actionnaire de BEL.

Le présent rapport porte précisément sur cette opération et est établi à l'attention des membres du Conseil d'administration de BEL chargés de statuer sur les termes du Projet d'Echange.

L'Opération sera suivie de l'OPRA qui donnera lieu à l'émission d'un rapport au titre de cette offre publique subséquente pour les personnes régies par la loi française et répondant aux exigences de cette réglementation. Nous n'assumons dès lors aucune responsabilité vis-à-vis de personnes visées par une autre réglementation ou sous une autre juridiction, même si notre rapport fait partie de la documentation qui sera mise à disposition des actionnaires. La partie synthèse et conclusion du présent rapport sera annexée au rapport que nous émettrons dans le cadre de l'OPRA.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou nous ont été transmises par BEL. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Notre responsabilité ne pourra être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

Par ailleurs, ce rapport ne constitue en aucun cas un avis ou une recommandation sur le fait de réaliser une opération et/ou une transaction ou toute autre opération, qui ressort de la seule responsabilité de BEL. En particulier, nous n'avons pas conseillé ou assisté BEL ou son actionnaire UNIBEL de quelque manière que ce soit dans des négociations directes ou indirectes avec le Groupe LACTALIS.

Enfin, nous avons obtenu une lettre d'affirmation des représentants de la société BEL SA nous confirmant notamment l'exhaustivité des informations transmises à l'occasion du Projet d'Echange ainsi que l'absence d'événement significatif jusqu'à la date de notre rapport susceptible de remettre en cause notre appréciation des conditions financières du Projet d'Echange.

1. Détermination et comparaison des valeurs relatives des actions de la société BEL et du périmètre LEERDAMMER

Afin d'apprécier les conditions du Projet d'Echange qui porte sur la cession du Périmètre LEERDAMMER par BEL au profit de LACTALIS en échange de 1.591.472 actions BEL détenues par SOFIL, filiale à 100% du groupe LACTALIS, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de la société BEL et du Périmètre LEERDAMMER dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

Le Périmètre LEERDAMMER et la société BEL exerçant une activité similaire, nous avons privilégié le choix de méthodes convergentes applicables à ces deux paramètres afin de réaliser nos évaluations sur des bases homogènes permettant une comparaison directe des valeurs relatives déterminées pour BEL et le Périmètre LEERDAMMER.

1.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

1.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

Pour information, l'actif net comptable consolidé de BEL (part du groupe) au 31 décembre 2020 s'établit à 1.768 M€, soit une valeur par action de 275,6 € sur une base diluée.

Cette méthode n'est pas applicable au Périmètre LEERDAMMER dans la mesure où ce dernier ne constitue pas une entité juridique et qu'il n'existe pas de comptes consolidés pour ce périmètre.

1.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et lorsque les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de la société BEL et du Périmètre LEERDAMMER.

1.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Concernant BEL, nous ne retiendrons pas cette méthode dans la mesure où les montants distribués sont variables dans le temps et où elle apparaît moins pertinente que l'approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) que nous avons mis en œuvre (cf. ci-après). Pour information BEL n'a pas proposé de distribution de dividendes au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020.

De la même manière, cette méthode n'a pas été retenue pour le Périmètre LEERDAMMER qui, de plus, ne correspond pas à une entité juridique distincte.

1.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettant de valoriser la société BEL et le Périmètre LEERDAMMER sont à retenir.

1.1.5 Cours de bourse

Cette méthode n'est pas applicable au Périmètre LEERDAMMER dès lors qu'il ne représente pas une entité juridique et ne peut pas être coté en bourse. Elle ne peut donc pas être mise en œuvre dans le cadre de la comparaison selon des méthodes homogènes de valeurs relatives critère par critère.

C'est pourquoi nous présentons uniquement à titre d'information le cours de bourse observé sur différentes périodes de BEL ci-dessous.

Les actions de BEL sont cotées sur le compartiment A du marché de EURONEXT PARIS (code ISIN FR0000121857).

Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'Opération, soit celui du jeudi 18 mars 2021 (l'annonce étant intervenue le vendredi 19 mars 2021 avant ouverture de la bourse), les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur différentes périodes allant jusqu'à 24 mois :

BEL – Analyse des cours moyens pondérés par les volumes (cours de clôture) au 18 mars 2021

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Volumes échangés (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
		Moyens	Cumulés	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (18/3/2021)	372,00	0,070	0,1	26,1	26,1	0,00 %	0,00 %	0,03 %	0,03 %
CMPV 1 mois	361,86	0,097	1,8	35,0	665,8	0,00 %	0,03 %	0,04 %	0,75 %
CMPV 60 jours	344,35	0,072	3,8	24,6	1 305,1	0,00 %	0,06 %	0,03 %	1,54 %
CMPV 3 mois	343,48	0,068	3,9	23,4	1 336,1	0,00 %	0,06 %	0,03 %	1,58 %
CMPV 6 mois	327,71	0,062	6,9	20,3	2 277,6	0,00 %	0,10 %	0,03 %	2,82 %
CMPV 12 mois	311,42	0,056	11,5	17,4	3 575,2	0,00 %	0,17 %	0,02 %	4,66 %
CMPV 24 mois	296,41	0,059	24,4	17,4	7 238,3	0,00 %	0,36 %	0,02 %	9,92 %

*Les CMPV sont calculés à compter de la date d'annonce

Sur les 12 mois précédant le 19 mars 2021, 11,5 milliers d'actions BEL ont été échangées, soit environ 56 actions par jour de cotation. Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 0,17% et celle du capital flottant à 4,66%.

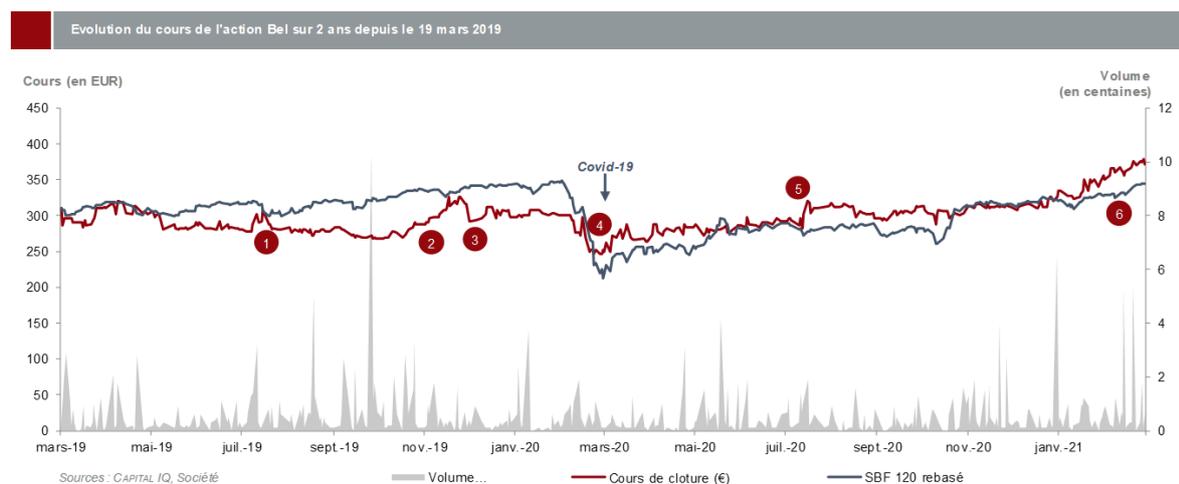
Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées progresse à 24,4 milliers d'actions (soit environ 59 actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit en cumul à 0,36% et celle du capital flottant à 9,92%.

Sur ces bases, nous considérons que la liquidité et la rotation du capital sont très limitées. De plus le titre dispose d'un niveau de flottant très faible inférieur à 5% (3,59%). La participation de LACTALIS (24%) ne fait pas partie du flottant compte tenu de sa stabilité dans la durée.

Pour rappel le Périmètre LEERDAMMER n'étant pas coté il n'est pas possible d'apprécier les conditions du Projet d'Echange sur la base de cette méthode.

Pour ces raisons la référence au cours de bourse ne constitue pas un critère susceptible d'être mis en œuvre pour la détermination de valeurs relatives sur une base homogène.

L'évolution du cours de bourse de BEL entre le 19 mars 2019, soit deux ans avant l'annonce de l'Opération, se présente comme suit :



Sur la période observée, le cours de bourse de BEL a évolué entre 246€ et 378€, cours atteints respectivement le 16 mars 2020 pour le point bas, soit le jour de l'annonce des premières mesures de confinement en France, et le 17 mars 2021 pour le point haut soit 2 jours avant l'annonce de l'Opération.

Sur cette période, le cours de BEL a évolué en fonction des annonces de résultats faites et les communiqués publiés par le Groupe.

Plus précisément, ces événements comprennent notamment :

- 1 la publication des résultats du premier semestre 2019, avec un chiffre d'affaires en hausse de 1,9% et une amélioration du résultat opérationnel de 43,0% par rapport à 2018 pour la même période.
- 2 la publication du chiffre d'affaires au 3ème trimestre 2019 avec une croissance de 3,7% par rapport à 2018 à période équivalente et une hausse des revenus générés sur les 9 premiers mois de 2019 de 2,5%.
- 3 la publication par l'Autorité de la Concurrence d'une décision de condamnation pour entente au titre de 2010 à 2013, de différentes entreprises du secteur des fruits transformés dont Materne qui a été condamnée à verser une amende de 13.585 K€.
- 4 la publication du chiffre d'affaires annuel 2019 en hausse de 2,8%, une croissance organique de 1,0% et des perspectives de résultat 2019 en ligne avec le plan d'économies initié par le Groupe en décembre 2018.
- 5 la publication des résultats du premier semestre 2020, avec à période comparable un chiffre d'affaires en hausse de 4,8% et une amélioration du résultat opérationnel de 38,6% par rapport à 2019.
- 6 la publication du chiffre d'affaires annuel 2020 en hausse de 1,5% et une croissance organique de 2,8%. L'impact de la crise sanitaire liée à la Covid-19 sur les ventes a été globalement peu significatif.

1.1.6 Objectifs de cours de bourse des analystes

Cette méthode n'est pas applicable au Périmètre LEERDAMMER dès lors qu'il ne peut pas être coté en bourse.

La société BEL n'est pas suivie par des analystes compte tenu de la taille limitée de son flottant, cette méthode ne trouve également pas, par conséquent, à s'appliquer.

1.2 Critères d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend pour BEL et le Périmètre LEERDAMMER les références et méthodes d'évaluation suivantes :

A titre principal, nous avons mis en œuvre l'approche suivante :

- La méthode intrinsèque selon l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash Flow* (« DCF ») ;

A titre secondaire, nous avons mis en œuvre l'approche suivante :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables ;

À titre indicatif, nous présentons également :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés lors de transactions intervenues sur des sociétés comparables.

1.2.1 Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF) - A titre principal

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et du périmètre cédé et nous paraît adaptée à la situation de BEL et du Périmètre LEERDAMMER.

BEL

Le plan d'affaires 2021B-2023e communiqué par la Société dans le cadre de nos travaux, réalisés selon le calendrier présenté en annexe, a été construit (i) sur la base du plan d'affaires stratégique de BEL établi au 1er semestre 2020, (ii) lequel a été mis à jour dans le cadre de l'élaboration du budget 2021.

Ce plan d'affaires mis à jour a été présenté au Comité Stratégique du Groupe qui s'est tenu le 15 juin 2021.

L'évaluation de BEL présentée ci-après a été réalisée sur la base de ce plan d'affaires mis à jour établi sur une base autonome et sans croissance externe et qui intègre notamment des impacts de change négatifs identifiés lors de la construction du budget 2021.

Les principales hypothèses du plan d'affaires figurent au §1.4.1.1 présentant la mise en œuvre du critère du DCF.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital, déterminé en fonction des caractéristiques des activités de BEL.

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires sur la base d'un flux de trésorerie normatif actualisé à l'infini, en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux.

LEERDAMMER

Le plan d'affaires du Périmètre LEERDAMMER a été établi en février 2021 par le cabinet AUDAXE, conseil mandaté par BEL, sur la base du détournement des activités *standalone* du Périmètre LEERDAMMER réalisé par EY dans le cadre des travaux de due diligence et des hypothèses structurantes déterminées par le management de BEL.

Le plan d'affaires du Périmètre LEERDAMMER découle donc directement de celui de BEL, ce qui permet d'établir une base de comparaison homogène.

Les flux de trésorerie ont été actualisés en retenant un coût moyen pondéré du capital identique à celui de BEL dans la mesure où le Périmètre LEERDAMMER présente un profil de risque globalement similaire à celui de BEL, les risques liés à la stratégie de « pivotement » plus élevés pour BEL étant compensés par le risque de réalisation du plan de transformation industriel concernant le Périmètre LEERDAMMER. Ce choix répond également au souci d'homogénéité des critères d'évaluation dans le cadre d'une opération d'échange d'actifs et permet de se placer du point de vue de l'actionnaire de BEL. Pour ces mêmes raisons, il n'a pas été tenu compte d'une prime de taille spécifique pour le Périmètre LEERDAMMER, ce qui est favorable à l'actionnaire de BEL.

La valeur terminale est calculée à l'horizon explicite du plan d'affaires sur la base d'un flux de trésorerie normatif actualisé à l'infini, en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux.

1.2.2 Comparables boursiers - A titre secondaire

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous avons retenu le résultat opérationnel courant (ROC) qui est l'agrégat de profitabilité opérationnelle le plus pertinent, dans la mesure où celui-ci est retenu par BEL dans sa communication financière et où les disparités des règles comptables appliquées par les sociétés cotées comparables (application de la norme IFRS 16, capitalisation de la R&D) rend plus difficile la comparabilité sur la base d'autres agrégats opérationnels comme l'EBITDA.

Nous avons appliqué aux ROC 2021e et 2022e de BEL et du Périmètre LEERDAMMER, les multiples observés sur les mêmes périodes pour l'échantillon constitué des sociétés comparables cotées.

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres hors incidence de la norme IFRS 16 par cohérence avec celui retenu selon la méthode DCF.

Il convient de préciser que nous n'avons pas identifié de sociétés cotées pleinement comparables à BEL et au Périmètre LEERDAMMER, en raison notamment de la phase de transition de BEL vers un modèle de produits dits de « *snacking sain* » à base de fruits et de végétaux, et de différences en termes d'évolution de chiffre d'affaires, de niveau de profitabilité opérationnelle et de localisation des activités.

Dans ces conditions, les résultats ressortant de la mise en œuvre de ce critère sont présentés à titre secondaire uniquement.

1.2.3 Transactions comparables - à titre indicatif

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations d'acquisition totale ou partielle d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Pour les mêmes raisons que précédemment (cf. §1.2.2), nous avons retenu les multiples de ROC.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur des transactions intervenues depuis 2017 à partir de nos bases de données.

Les prix des transactions identifiées concernent des projets de rapprochement industriels et intègrent par conséquent des primes liées à la prise de contrôle et aux synergies attendues par l'acquéreur ce qui n'est pas transposable au cas d'espèce concernant BEL.

Pour cette raison nous ne présentons cette méthode qu'à titre indicatif.

1.3 Données de référence de BEL et du Périmètre LEERDAMMER

1.3.1 Nombre de titres retenu

1.3.1.1 BEL

Le nombre d'actions dilué de BEL au 31 décembre 2020 se décompose comme suit :

Nombre d'actions dilué Bel	31/12/2020
Nombre d'actions en circulation au 31/12/2020	6 872 335
Actions gratuites en cours d'acquisition	24 088
Annulation des actions auto-détenues	(83 793)
Boucle auto contrôle (Sofico/Unibel)	(398 146)
Nombre d'actions dilué	6 414 484

Source : Document d'Enregistrement Universel 2020 et analyses FINEXSI

En cohérence avec la date retenue pour la détermination de la dette financière nette, nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social de BEL au 31 décembre 2020, soit 6.872.335 actions,

augmenté de :

- l'effet dilutif des actions gratuites en cours d'acquisition au 31 décembre 2020 (24.088 actions¹) ;

et diminué :

- des actions auto-détenues (83.793 actions) ;
- des actions liées à la boucle d'autocontrôle au niveau d'UNIBEL et SOFICO (398.146 actions) calculées comme suit :

Traitement de la boucle d'autocontrôle	
a % actions Bel autodétenues du fait de la boucle (8,56%*68,5%)	5,86%
b Nombre d'action Bel hors auto-contrôle*	6 788 542
c=axb Nbr. D'actions boucle autocontrôle	398 146
*(6.872.335 - 83.793) = 6.788.543	

Ces dernières ont été assimilées à de l'auto-détention. Pour rappel la société SOFICO, détenue à 100% par BEL SA, détient 8,56% (hors autocontrôle UNIBEL) du capital d'UNIBEL

¹ Document d'Enregistrement Universel de Bel au 31 décembre 2020 page 247

qui elle-même détient 68,5% du capital de BEL (hors autocontrôle BEL), ce qui constitue une boucle d'autocontrôle au sein du groupe.

Par ailleurs la participation de SOFICO dans la valeur des autres actifs et passifs d'UNIBEL (autres que sa participation dans BEL) a été retenue dans le passage VE – VFP de BEL (cf.§1.3.2.1)

Le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 6.414.484 actions.

1.3.1.2 LEERDAMMER

Le Périmètre LEERDAMMER ne correspondant pas à une entité juridique, nous présenterons uniquement la valeur de l'ensemble du périmètre.

1.3.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

1.3.2.1 Concernant BEL

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de BEL tels qu'ils figurent dans ses comptes consolidés au 31 décembre 2020.

en M€	31/12/2020
Trésorerie et équivalents de trésorerie	590,3
Compte courants actif	2,0
Emprunts et dettes financières long terme	(850,3)
Emprunts et dettes financières court terme	(204,9)
Concours bancaires et autres emprunts	(10,2)
Trésorerie / (dette) nette	(473,1)
Investissements financiers hors Sofico	12,5
Autres actifs financiers courants et non courants	25,8
Prêts et avances non courants	13,9
Provisions pour risques et charges nettes d'IS	(8,4)
Provisions pour risques fiscaux	(7,7)
Autres passifs non courants*	(10,9)
Déficits reportables activés et après actualisation	12,4
Participation Sofico dans les autres actifs et passifs Unibel	7,9
Promesse de vente MOM	(323,9)
Intérêts minoritaires	(23,5)
Ajustements	(301,9)
Passage de la VE à la VFP (pré IFRS 16)	(775,0)
Dettes sur location	(111,1)
Passage de la VE à la VFP (post IFRS 16)	(886,1)

*Les subventions d'investissements et les dettes de personnel de respectivement 25 M€ et 27 M€ comprise dans le solde du poste "Autres passifs courants" du bilan consolidé de Bel au 31/12/2020 ont été retenues dans le BFR

Les éléments de trésorerie et de dette financière sont directement issus des comptes consolidés et se composent principalement :

- de trésorerie et équivalents de trésorerie de 590,3 M€ ;
- d'emprunts obligataires (751 M€), d'un programme d'émission de Commercial Papers (70 M€), d'un programme de NEU MTN (60 M€), du compte courant avec UNIBEL (63 M€) et des promesses de vente concernant les actionnaires minoritaires de ALL IN FOODS (27,5 M€) et SAFILAIT (24,5 M€). En contrepartie les intérêts minoritaires de ALL IN FOODS et SAFILAIT ne sont pas pris en compte ;

Hormis les dettes financières et la trésorerie, nous avons inclus dans l'endettement net les principaux éléments suivants :

- Les investissements financiers composés des titres non consolidés hors participation de SOFICO dans UNIBEL (traité dans la boucle d'autocontrôle) ;
- Les autres actifs financiers courants et non courants principalement composés d'instruments dérivés pour 18,5 M€ ;

- Les provisions à caractère de dettes (-11,3 M€), dont nous avons estimé l'économie d'impôt future résultant de leur décaissement (+2,9 M€), sur la base d'un taux d'imposition de 25,8% ainsi que les provisions pour risques fiscaux (7,7 M€) ;
- Les déficits fiscaux reportables activés au 31 décembre 2020 (+13 M€) que nous avons actualisés sur la base d'une consommation en 2021. Ces déficits fiscaux ne sont donc pas retenus en diminution de la charge d'impôt calculée dans les flux d'exploitation retenus selon la méthode DCF ;
- La participation de SOFICO dans les autres actifs et passifs d'UNIBEL (autres que la participation d'UNIBEL dans BEL qui a été considérée comme de l'autocontrôle) pour 7,9 M€ ;
- L'exercice de l'option d'achat sur les intérêts minoritaires du Groupe MOM pour 350 M€ figurant en engagement hors bilan dont 152 M€ ont été versés en avril 2021 et le solde devrait être versé avant le 30 avril 2022. Les décaissements ont été actualisés sur 2021 et 2022. En contrepartie les intérêts minoritaires de MOM (59 M€) ne sont pas pris en compte ;
- Les intérêts minoritaires concernent principalement BEL MAROC (23 M€).

Nous n'avons pas retenu les provisions pour les indemnités de départ à la retraite car celles-ci sont déjà appréhendées dans les flux du plan d'affaires.

Après retraitements, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ajustée hors dettes liées aux contrats de location (hors IFRS 16) de BEL ressort à -775,0 M€.

1.3.2.2 Concernant le périmètre LEERDAMMER

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base de la combinaison des éléments de trésorerie et de dette financière obtenus à partir du détournage des bilans au 31 décembre 2020 des sociétés cédés RBL BV, BEL ITALIA, BEL DEUTSCHLAND et BEL SHOSTKA UKRAINE.

La trésorerie nette combinée au 31 décembre 2020 a été déterminée comme suit :

en M€	31/12/2020
Trésorerie et actifs financiers équivalents	37,0
Trésorerie / (dette)	37,0
Investissements financiers	0,1
Prêts et avances non courants	0,0
Autres passifs et actifs Bel Shostka Ukraine	4,8
Dividendes versés à Bel par RBL et Bel Deutschland	(15,6)
Ajustements	(10,7)
Passage de la VE à la VFP (pré IFRS 16)	26,3
Dettes contrat de location	(5,5)
Passage de la VE à la VFP (Post IFRS 16)	20,8

Hormis la trésorerie nette qui n'appelle pas de commentaire particulier, nous avons pris en compte dans le calcul de la trésorerie nette ajustée :

- les autres actifs et passifs pour 4,8 M€ de BEL SHOSTKA UKRAINE dans la mesure où l'activité de la filiale n'a pas été modélisée dans les flux du plan d'affaires (la contribution de BEL SHOSTKA UKRAINE aux résultats courants d'exploitation des activités LEERDAMMER n'est pas significative) ;
- les dividendes qui doivent être versés par RBL BV et Bel DEUTSCHLAND à BEL SA préalablement à la réalisation de l'Opération d'Echange (prévu dans le « *Share Exchange Agreement* » (« SEA ») pour respectivement 12,0 M€ et 3,6 M€).

Pour mémoire le SEA, prévoit de possibles ajustements en fonction de niveaux de dette nette et BFR normatifs définis. Ces ajustements sont usuels. Selon notre compréhension, les agrégats de référence ont été définis de sorte qu'il ne doit pas y avoir de mouvement de trésorerie significatif dont il conviendrait de tenir compte, à l'exception des dividendes.

Nous n'avons pas retenu les provisions pour les indemnités de départ à la retraite, et ceci de façon homogène avec BEL, puisqu'elles sont appréhendées dans les flux du plan d'affaires.

Après retraitements, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ajustée hors dettes liées aux contrats de location (hors IFRS 16) du Périmètre LEERDAMMER ressort à 26,3 M€.

1.4 Mise en œuvre de la valorisation de la société BEL

Afin d'apprécier l'échange proposé de 1.591.472 actions BEL (23,16% du capital de BEL) pour la cession du périmètre LEERDAMMER, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de la société BEL exposée ci-après.

L'objectif consiste à fixer des valeurs relatives de BEL qui puissent être comparées à celles calculées par la suite pour le Périmètre LEERDAMMER.

1.4.1 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

1.4.1.1 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

1.4.1.1.1 Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires du groupe BEL 2021B-2023e communiqué par la Société. Ce plan d'affaires transmis dans le cadre de nos travaux a été construit sur la base du plan d'affaires stratégique de BEL établi au 1er semestre 2020, et tenant compte des conséquences de la mise à jour effectuée dans le cadre de l'élaboration du budget 2021. L'hypothèse de croissance annuelle du chiffre d'affaires qui était initialement de 3% en 2021 a été ramenée à 0,2% après prise en compte des pertes de change observées à date sur l'exercice.

Ce plan d'affaires 2021B-2023e mis à jour a fait l'objet d'une présentation au Comité Stratégique de la Société le 15 juin 2021.

Ces prévisions n'intègrent aucune opération de croissance externe² et tiennent compte de l'application de la norme IFRS 16.

Conformément à la recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons échangé avec le management sur les principales hypothèses de ce plan d'affaires, approuvé par le Comité Stratégique, qui se présentent comme suit :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de +2,1% sur la période (2020-2023e) dont 3% en 2022e et en 2023e, globalement en ligne avec la croissance historique. Le taux de croissance de 3% retenu pour 2022e et 2023e est notamment soutenu par une évolution du mix produits avec une montée en puissance du segment MOM (*snacking sain*/produits fruités), une progression des ventes de produits végétaux et un développement des marques historiques sur des géographies où le Groupe est peu présent (Chine principalement) ;
- Une marge de ROC en progression régulière pour atteindre 9% du chiffre d'affaires en fin de plan et une marge d'EBITDA groupe de 12,6% en fin de plan (contre respectivement 7,6% et 11,6% réalisé en 2020). Cette rentabilité opérationnelle attendue est au niveau des plus hauts historiques (hors période de déréglementation du prix du lait) et est supérieure aux niveaux actuels. Après un recul de 0,5 point de la marge en 2021 en raison des impacts de change négatifs identifiés lors de la construction du budget 2021, la marge exprimée par le ratio ROC sur chiffre d'affaires progressera de l'ordre d'1 point par an en 2022e puis en 2023e.

Pour être complet, précisons que le plan stratégique fait également état d'un objectif à terme de ROC sur chiffre d'affaires de 10%. Nous ne sommes néanmoins pas en mesure de transposer cet objectif au Périmètre LEERDAMMER. Par conséquent, et par souci d'homogénéité entre les deux périmètres à comparer, nous n'avons pas considéré cette hypothèse dans le cadre de la détermination de valeurs relatives homogènes.

- Des investissements annuels compris entre 143 M€ et 152 M€, et représentant environ 4% du chiffre d'affaires, cohérents avec les observations historiques.

Le plan d'affaires apparaît (i) équilibré en termes de croissance (avec un effet de change pénalisant en 2021 et la prise en compte des relais de croissance de l'activité MOM et des nouveaux territoires sur les années suivantes), et (ii) semble relativement volontariste en termes d'objectifs de rentabilité opérationnelle qui se situent aux plus hauts historiques et sont sensiblement à ceux observés actuellement.

Par ailleurs, sur la base de nos échanges avec le management, nous comprenons que le groupe est en phase de réflexion sur un repositionnement stratégique dans le cadre des objectifs du groupe à 10 ans (2030) :

- Réflexion de rééquilibrage en termes de présence géographique entre Amérique du Nord/Asie et Europe/Moyen Orient/Afrique ;
- Réflexion de rééquilibrage en termes de produits entre produits laitiers et produits végétaux/fruitiers.

² Pour mémoire, la dernière acquisition significative est l'acquisition du groupe MOM en 2016.

Ces potentiels axes stratégiques de long terme ne sont que peu factorisés dans le plan d'affaires standalone à 3 ans mais la transformation que cela implique pour le groupe devrait alors être assortie d'un risque d'exécution.

Comme nous le verrons par la suite, le plan d'affaires LEERDAMMER est issu du plan stratégique, ce qui permet une comparaison sur des bases homogènes conformément à l'objectif recherché pour apprécier les conditions d'échange.

1.4.1.1.2 Détermination des flux de trésorerie

Ajustements FINEXSI :

Nous avons réintégré les loyers relatifs aux contrats de location dans les flux du plan d'affaires afin d'exclure les effets liés à l'application de la norme IFRS 16. Les charges correspondantes sont venues minorer les flux de trésorerie prévisionnels.

La variation du BFR a été modélisée en intégrant une amélioration du BFR de 2 jours de chiffre d'affaires en 2021 (conformément aux éléments mentionnés dans le budget 2021). Le niveau attendu du BFR par rapport au chiffre d'affaires observé cette même année a été considéré comme normatif sur le reste du plan d'affaires (le BFR 2021B représente 4,2% du CA 2021).

Extrapolation

Nous avons prolongé le plan sur une période de 4 années supplémentaires jusqu'en 2027 afin d'atteindre progressivement une croissance du chiffre d'affaires annuelle en ligne avec celle estimée comme normative de 1,5%. Nous avons maintenu inchangé l'objectif de profitabilité opérationnelle sur la période d'extrapolation par rapport à celui observé fin 2023e soit un ROC représentant 9% du chiffre d'affaires.

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 1^{er} janvier 2021.

1.4.1.1.3 Impôts sur les sociétés

Le taux d'impôt sur les sociétés à celui mentionné dans la loi de finance 2020. Il s'élève à 25,8% (la contribution sociale de 3,3% comprise) en 2022.

Les déficits reportables activés n'ont pas été retenus en diminution des flux de trésorerie, mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour leur montant actualisé.

1.4.1.1.4 Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge ROC sur chiffre d'affaires identique à celui de la dernière année du plan d'affaires (2023e), soit 9%, étant précisé qu'il s'agit selon nous d'une référence plutôt haute.

Un taux de croissance à l'infini de 1.5% a été appliqué au flux normatif, ce qui apparaît cohérent avec les taux de croissance long terme sectoriels considérés par les analystes au regard des perspectives globales du secteur des produits laitiers.

1.4.1.1.5 Calcul du taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux de trésorerie. Ce coût a été estimé à 7,6% sur la base :

- d'un taux sans risque de -0,17% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 1 an au 31 mai 2021 - source : Banque de France) ;
- d'une prime de risque de 8,48% (moyenne 1 an des primes de risques Associés en Finance au 31 mai 2021) ;
- d'un bêta désendetté des sociétés comparables de 0,8 (source : Capital IQ) ;
- d'une prime de taille³ de 0,4%, déterminée par référence à la taille des sociétés comparables dont est issu le bêta, comme indiqué ci-dessous ;
- d'une prime de risque pays de 0,8% déterminée sur la base de la contribution par pays à l'EBITDA du groupe BEL ;
- d'un coût de la dette avant impôt de 2% confirmé par le management de BEL ;
- d'un gearing (correspondant au ratio dettes financières nettes sur fonds propres) estimé sur la base de l'endettement financier hors IFRS 16 tel que communiqué par la Société dans le document d'enregistrement universel au 31 décembre 2020, soit un ratio dettes / fonds propres de 25,4%.

Le taux d'actualisation ainsi calculé apparaît adapté aux caractéristiques de BEL, en particulier compte tenu de sa taille et de ses perspectives de croissance traduites dans le plan d'affaires, notamment si l'on se réfère aux taux moyens et médians considérés par les analystes suivant les sociétés cotées les plus comparables⁴.

Par cohérence avec le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres déterminé au 31 décembre 2020, les flux ont été actualisés à compter du 1^{er} janvier 2021 et en milieu d'année.

1.4.1.1.6 Résultats de l'évaluation et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de BEL ressort en valeur centrale à 3.498 M€, dont plus de 69% résultant de la valeur terminale (à horizon 2027). Compte tenu du montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres⁵, le montant des fonds propres s'établit à 2.723 M€, soit 425 € par action BEL.

³ Duff & Phelps (Ibbotson)

⁴ Nos analyses font ressortir un taux médian de 7,75% et moyen de 7,45% sur la base d'un échantillon de 3 sociétés (EMMI, GLANBIA, et SAVENCIA)

⁵ Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres hors dette de loyers IFRS 16 (soit -775,0 M€) dans la mesure où les charges de loyers sont intégrées dans le calcul des flux de trésorerie

Les sensibilités de la valeur des fonds propres par action de BEL à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) ainsi qu'à une variation du taux de ROC sur chiffre d'affaires normatif (de -0,5 point à +0,5 point), sont présentées ci-après.

Valeur par action (€)		Taux de croissance à l'infini					Valeur par action (€)		ROC				
Coût des fonds propres		1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	Coût des fonds propres		8,50 %	8,75 %	9,00 %	9,25 %	9,50 %
		7,10 %	438	455	474	494			516	7,10 %	446	460	474
7,35 %	416	431	448	466	486	7,35 %	422	435	448	461	474		
7,60 %	396	409	425	441	459	7,60 %	400	412	425	437	449		
7,85 %	377	389	403	418	434	7,85 %	380	391	403	414	426		
8,10 %	359	370	383	397	411	8,10 %	361	372	383	394	405		

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre 403 € et 448 € par action, selon la méthode du DCF.

1.4.1.2 Comparables boursiers

1.4.1.2.1 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

Compte tenu des spécificités des activités de BEL, nous n'avons pas identifié de société qui lui soit pleinement comparable en raison notamment de la phase de transition de la Société vers un modèle dit de « *snacking sain* » à base de fruits et de végétaux et de différences en termes d'évolution de chiffre d'affaires, de niveau de profitabilité opérationnelle et de localisation des marchés de distribution.

Nous avons cependant identifié 5 sociétés dont la majeure partie de l'activité est liée aux produits laitiers et fromages, et dont la taille et les caractéristiques sont proches de celles de BEL. Ces sociétés ont des activités concentrées principalement sur l'Europe et l'Amérique du Nord.

Société	Pays	Description des activités	CA 20 (M€)	Répartition du chiffre d'affaires	
				Mix Produit	Mix Géographique
		Savencia est une société centrée sur les spécialités fromagères et laitières et est l'un des principaux transformateurs de lait mondiaux, le 2ème groupe fromager français et le 5ème mondial. Groupe familial indépendant, il est coté sur Euronext Paris.	5 160		
		Emmi est l'un des principaux groupes laitiers de Suisse avec près de 8 000 collaborateurs sur les 25 sites de production en Suisse et dans ses filiales présentes dans quatorze pays.	3 424		
		Glanbia est une société irlandaise qui produit et commercialise des produits laitiers, nutritionnels et alimentaires à destination des industries agroalimentaire et pharmaceutique.	3 823		
		Saputo est une entreprise de l'industrie laitière canadienne spécialisée dans l'achat du lait cru réfrigéré aux agriculteurs et sa transformation pour l'obtention de produits laitiers industriels divers.	9 682		
		Grupo Lala est une société laitière mexicaine qui produit et commercialise des produits laitiers (Lait principalement) pour les marchés américains (Mexique, USA, Brésil etc.)	3 321		

Les perspectives de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBITDA des sociétés comparables identifiées, sur la base du consensus d'analystes se présentent comme suit :

Comparables	Pays	CA 2020 (mEUR)	VE (mEUR)	Taux ROC		Croissance du CA		
				2021e	2022e	2021e	2022e	2023e
Bel	France	3 456		6,9 %	8,0 %	0,2 %	3,0 %	3,0 %
Leerdammer	Pays-bas	476		6,9 %	7,3 %	1,8 %	1,2 %	1,2 %
Emmi AG	Suisse	3 424	4 722	7,4 %	7,5 %	2,7 %	2,3 %	2,4 %
Savencia SA	France	5 160	1 766	4,2 %	4,3 %	3,2 %	2,5 %	2,6 %
Glanbia plc	Irlande	3 823	4 588	4,9 %	5,3 %	4,0 %	4,5 %	2,6 %
Saputo Inc.	Canada	9 682	14 046	7,2 %	7,8 %	3,2 %	4,2 %	n.c
Grupo Lala, S.A.B. de C.V.	Mexique	3 321	2 801	6,8 %	7,2 %	2,6 %	5,9 %	5,9 %
Moyenne échantillon				6,1 %	6,4 %	3,1 %	3,9 %	3,4 %
Médiane échantillon				6,8 %	7,2 %	3,2 %	4,2 %	2,6 %

Sources : Capital IQ et analyses Finexsi

Il ressort que les taux de croissance du chiffre d'affaires attendus pour l'échantillon restreint des comparables boursiers les plus proches de BEL sont globalement cohérents avec ceux prévus pour BEL en 2021e, 2022e et 2023e (TCAM de 3,5 % pour les comparables contre 2,1% pour BEL sur la période 2021e – 2023e et 3,0% hors pertes de change estimées pour 2021e).

Le niveau de rentabilité opérationnelle exprimé par le ROC sur le chiffre d'affaires de BEL ressort quant à lui supérieur à celui des comparables de l'échantillon retenus sur la période 2021e – 2022e.

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus du consensus d'analystes pour 2021e et 2022e :

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR) **	xROC*	
				2021e	2022e
Emmi AG	Suisse	3 424	4 722	18,8x	18,1x
Savencia SA	France	5 160	1 766	7,7x	7,2x
Glanbia plc	Irlande	3 823	4 588	21,3x	18,6x
Saputo Inc.	Canada	9 682	14 046	17,0x	14,7x
Grupo Lala, S.A.B. de C.V.***	Mexique	3 321	2 801	10,8x	9,7x
Moyenne échantillon				15,1x	13,7x

* Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois au 31 mai 2021 et d'un nombre moyen d'actions sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

** Valeur d'entreprise calculée sur la base d'un cours de bourse des comparables au 31 mai 2021

*** Grupo Lala a fait l'objet d'une offre pour 25% de son capital le 21 mai 2021, nous avons retenu concernant cette société les données de marché au 21 mai 2021

Source: Capital IQ

A titre informatif, nous avons examiné d'autres sociétés exerçant une activité analogue à BEL mais présentes sur des pays où le groupe est peu implanté à ce jour. Dans ce cadre nous avons identifié les sociétés YAKULT (JAPON), MEGMILK SNOWBRAND (JAPON) ET BRIGHT DIARY (CHINE). Les multiples extériorisés sur ces sociétés sont globalement en ligne avec les multiples observés sur l'échantillon que nous avons sélectionné. Nous ne les avons toutefois pas retenues dans la mesure où ces sociétés présentent des profils de croissances différents qui ne sont pas transposables à BEL.

1.4.1.2.2 ROC de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens aux prévisions de ROC de la même année issue du plan d'affaires de BEL que nous avons minoré de 10 M€ correspondant à des charges récurrentes présentées en dessous du ROC, observées historiquement chez BEL par le management (principalement des coûts de réorganisation) mais constatées en résultat non courant dans les comptes consolidés de BEL.

Nous avons retenu le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres hors IFRS 16 dans la mesure où l'agrégat retenu (ROC) intègre les charges liées aux contrats de location.

1.4.1.2.3 Fourchette de valorisation de Bel selon les multiples de sociétés comparables

Synthèse (M€)	xROC	
	2021e	2022e
Valeur d'entreprise	3 447	3 762
Valeur des fonds propres	2 672	2 987
Valeur par action (€)	417	466

L'application des multiples moyens observés sur les comparables boursiers aux montants des ROC 2021e et 2022e prévus pour BEL fait ressortir une valeur des fonds propres comprise entre 2.672 M€ et 2.987 M€, soit une valeur entre 417 € et 466 € par action.

Il convient de rappeler que le ROC 2021e est impacté par des effets négatifs de change et correspond à un point bas au regard de 2020 (taux de marge de ROC de 7,5% contre 6,9% en 2021e) et 2022e (taux de marge de ROC de 8%).

1.4.1.3 Transactions comparables

1.4.1.3.1 Multiples observés sur les transactions comparables

Nous avons analysé les transactions intervenues depuis 2017 sur des sociétés appartenant aux secteurs dans lesquels évolue BEL et portant sur une part représentative du capital des sociétés acquises. Comme indiqué ci-avant, et de manière analogue à l'approche fondée sur les comparables boursiers, nous avons retenu des multiples basés sur le ROC.

Nous avons identifié les transactions suivantes pour lesquelles des informations publiques étaient disponibles.

- L'acquisition de LION DAIRY & DRINKS PTY LTD par BEGA CHEESE annoncée le 26 novembre 2020. LION DAIRY & DRINKS PTY LTD est une société Australienne spécialisée dans la production et la commercialisation de produits laitiers (lait, yaourts, crèmes, desserts lactés et fromages) ;
- L'acquisition de la branche fromages naturels de KRAFT HEINZ par LACTALIS annoncé le 15 septembre 2020 ;
- L'acquisition de NUOVA CASTELLI par LACTALIS annoncée le 29 mai 2019. NUOVA CASTELLI est une société italienne de production et de distribution de fromages AOP italiens ;
- L'acquisition de WESTLAND CO-OPERATIVE DAIRY par HK JINGANG TRADE HOLDING annoncée le 7 mars 2019. WESTLAND CO-OPERATIVE DAIRY est une entreprise sud-africaine laitière basée en Nouvelle-Zélande.
- L'acquisition de DAIRY CREST GROUP PLC par SAPUTO annoncée le 22 février 2019. DAIRY CREST GROUP est une société laitière du Royaume-Uni qui fabrique et met en marché du fromage, du beurre, de la tartinade et de l'huile de grandes marques britanniques.
- L'acquisition de CLOVER INDUSTRIES LIMITED par BRIMSTONE INVESTMENT CORPORATION & AUTRES annoncée le 4 février 2019. CLOVER INDUSTRIES LIMITED est une entreprise située en Afrique du Sud qui produit et commercialise principalement des produits laitiers de marque (lait, yaourts, fromages...) et des jus de fruits.
- L'acquisition de UPFIELD HOLDINGS BV par KKR annoncée le 15 décembre 2017. UPFIELD HOLDINGS BV est une société néerlandaise dont l'activité est la production et la vente de pâtes à tartiner végétales.
- L'acquisition de VIGOR ALIMENTOS S.A. par GRUPO LALA annoncée le 3 août 2017. VIGOR ALIMENTOS est une société brésilienne qui produit et commercialise des produits laitiers (yaourts, lait aromatisé...).

- L'acquisition de STONYFIELD FARM, INC. par LACTALIS annoncée le 1^{er} juillet 2017. STONYFIELD FARM est une société américaine spécialisée dans le yaourt et les produits laitiers bio, et présente aux États-Unis, au Canada et en Europe.
- L'acquisition de GLANBIA DAIRY IRELAND par GLANBIA CO-OPERATIVE SOCIETY annoncée le 22 février 2017. GLANBIA DAIRY IRELAND est une société irlandaise qui produit et commercialise des produits laitiers, nutritionnels et alimentaires à destination des industries agroalimentaire et pharmaceutique.

Les multiples ont été obtenus sur la base des agrégats issus des comptes de l'exercice en cours au moment de la transaction. Le détail des multiples par transaction est le suivant :

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (m€)	xROC
26-nov.-20	Lion Dairy & Drinks Pty Ltd	Australie	Bega Cheese	100,0 %	330	25,4x
15-sept.-20	Kraft Heinz (Natural Cheese	USA	Lactalis	100,0 %	2 701	nc
29-mai-19	Nuova Castelli	Italie	Lactalis	100,0 %	300	nc
7-mars-19	Westland Co-operative Dairy	Nouvelle Zélande	HK Jingang Trade Holding	100,0 %	933	16,2x
22-févr.-19	Dairy Crest Group plc	Royaume-Uni	Saputo Inc.	100,0 %	1 389	17,1x
4-févr.-19	Clover Industries Limited	Afrique du Sud	Brimstone Investment Corporation	100,0 %	355	9,2x
15-déc.-17	Upfield Holdings BV	Pays-Bas	KKR	100,0 %	6 825	nc
3-août-17	Vigor Alimentos S.A.	Brésil	Grupo Lala	100,0 %	1 320	21,8x
1-juil.-17	Stonyfield Farm, Inc.	Etats-Unis	Lactalis	100,0 %	770	nc
22-févr.-17	Glanbia Dairy Ireland	Irlande	Glanbia co-operative Society	60,0 %	112	11,1x
Moyenne					1 504	16,8x

Source: Capital IQ, Mergermarket

1.4.1.3.2 ROC de référence de la Société

Nous avons appliqué le multiple moyen aux ROC 2019 et 2020 de BEL, soit ceux des deux derniers exercices clos, que nous avons également minoré de 10 M€ correspondant à des charges récurrentes observées historiquement chez BEL par le management (principalement des coûts de réorganisation) mais retenues en résultat non courant dans les comptes consolidés de BEL.

Nous avons retenu le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres hors IFRS 16 dans la mesure où l'agrégat retenu (ROC) intègre les charges liées aux contrats de location.

1.4.1.3.3 Fourchette de valorisation de BEL selon les multiples de transactions comparables

Synthèse (M€)	xROC	
	2019	2020
Valeur d'entreprise	3 812	4 251
Valeur des fonds propres	3 037	3 476
Valeur par action (€)	474	542

L'application du multiple moyen observé sur les transactions comparables aux ROC 2019 et 2020 de BEL, fait ressortir une valeur des fonds propres comprise entre 3.037 M€ et 3.476 M€ soit entre 474 € et 542 € par action.

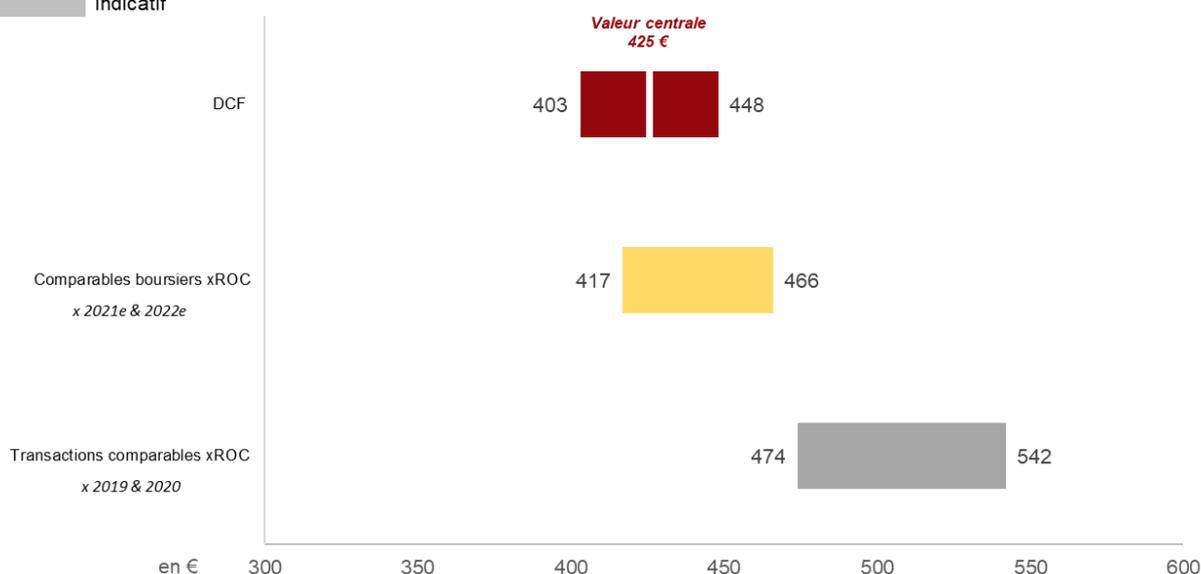
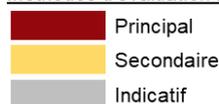
Les prix des transactions identifiées concernent des projets de rapprochement industriels et intègrent par conséquent des primes liées à la prise de contrôle et aux synergies attendues par l'acquéreur ce qui n'est pas transposable au cas d'espèce concernant BEL pour apprécier le rapport d'échange avec le Périmètre LEERDAMMER.

Pour cette raison nous ne présentons cette méthode qu'à titre indicatif.

1.4.1.4 Synthèse de nos travaux (M€)

Sur la base de nos travaux, la valeur relative de l'action BEL avant prise en compte des effets de la cession du Périmètre LEERDAMMER s'établit comme suit :

Méthodes d'évaluation retenues



1.5 Mise en œuvre de la valorisation du Périmètre Leerdammer

1.5.1 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

1.5.1.1 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Les informations détaillées étant confidentielle, nous ne présentons ci-dessous que les paramètres de valorisation retenus par FINEXSI et la fourchette de valorisation des fonds propres du Périmètre LEERDAMMER retenue pour nos travaux.

Le plan d'affaires LEERDAMMER a été établi en février 2021 par le cabinet AUDAXE mandaté par BEL sur la base du détournage des activités « *standalone* » de LEERDAMMER réalisé par le conseil EY lors de ses travaux de *vendor assistance* et des hypothèses structurantes déterminées par le management de BEL.

Nous avons retenu pour la mise en œuvre l'approche DCF la période 2021B -2026, pour laquelle les flux apparaissent cohérents avec ceux issus du plan d'affaires de BEL extrapolé.

1.5.1.1.1 Détermination des flux de trésorerie

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 1^{er} janvier 2021.

1.5.1.1.2 Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge d'EBITDA en ligne avec celui de la dernière année de l'horizon explicite que nous avons retenu (2026e)..

L'impôt sur les sociétés a été modélisé sur la base d'un taux d'imposition de 21% jusqu'en 2023e puis de 25% à partir de 2024e tel qu'il nous a été transmis par le management de BEL. Les différences observées par rapport à Bel résultent notamment du régime fiscal applicable au Pays-Bas et sont sans incidence notable sur les résultats de nos travaux.

De façon similaire à BEL, un taux de croissance à l'infini de 1,5% a été appliqué au flux normatif, ce qui apparaît cohérent avec les taux de croissance long terme sectoriels considérés par les analystes au regard des perspectives globales du secteur des produits laitiers.

1.5.1.1.3 Taux d'actualisation

Par souci d'homogénéité des critères d'évaluation dans le cadre d'un échange d'actifs nous avons retenu pour le Périmètre LEERDAMMER le coût moyen pondéré du capital de BEL pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût a été estimé à 7,6% sur la base de paramètres de marché (taux sans risque, prime de risque et bêta désendetté) identiques à ceux retenus pour BEL et présentés ci-avant au §1.4.1.1.5.

Par cohérence avec le passage de la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres calculé au 31 décembre 2020, nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 1^{er} janvier 2021 date de nos travaux d'évaluation.

1.5.1.1.4 Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise ressort en valeur centrale à 520 M€, dont 75% résultant de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite. Compte tenu de la trésorerie nette ajustée, le montant des fonds propres s'établit à 546 M€ en valeur centrale.

Les sensibilités de la valeur des fonds propres du périmètre LEERDAMMER à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point), sont présentées ci-après :

Valeur des fonds propres (M€)						Valeur des fonds propres (M€)							
Coût des fonds propres	Taux de croissance à l'infini	Taux de croissance à l'infini					Coût des fonds propres	EBITDA	EBITDA				
		1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %			10,75 %	11,25 %	11,50 %	11,75 %	12,00 %
		7,10 %	555	574	594	615			639	7,10 %	557	582	594
7,35 %	534	551	569	589	610	7,35 %	534	557	569	580	592		
7,60 %	514	530	546	564	583	7,60 %	514	535	546	557	568		
7,85 %	496	510	525	541	559	7,85 %	494	515	525	535	546		
8,10 %	479	492	506	521	537	8,10 %	476	496	506	516	525		

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de la valeur du Périmètre LEERDAMMER comprise entre 525 M€ et 569 M€, avec une valeur centrale de 546 M€, selon la méthode du DCF.

1.5.1.2 Comparables boursiers

1.5.1.2.1 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

BEL et le Périmètre LEERDAMMER évoluent dans le même secteur d'activité, raison pour laquelle nous retenons pour le Périmètre LEERDAMMER le même échantillon de sociétés cotées comparables que celui retenu pour BEL et présenté ci-avant (cf.§1.4.1.2)

Les multiples de ROC moyens observés sur cet échantillon sont compris entre 15,1x (exercice 2021e) et 13,7x (exercice 2022e).

1.5.1.2.2 ROC de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens 2021e et 2022e aux prévisions de ROC de la même année issues du plan d'affaires du Périmètre LEERDAMMER.

1.5.1.2.3 Fourchette de valorisation du Périmètre LEERDAMMER selon les multiples de sociétés comparables

Synthèse (M€)	xROC	
	2021e	2022e
Valeur d'entreprise	503	486
Valeur des fonds propres	530	513

L'application des multiples moyens observés sur les comparables boursiers aux ROC 2021e et 2022e fait ressortir une valeur des fonds propres comprise entre 513 M€ et 530 M€.

1.5.2 Méthode d'évaluation retenue à titre indicatif

1.5.2.1 Transactions comparables

1.5.2.1.1 Multiples observés sur les transactions comparables

BEL et le Périmètre LEERDAMMER évoluent dans le même secteur d'activité, raison pour laquelle nous retenons pour le Périmètre LEERDAMMER le même échantillon de transactions comparables que celui retenu par BEL et présenté ci-avant (cf. §1.4.1.3)

Le multiple moyen de ROC observé sur cet échantillon s'établit à 16,8x.

1.5.2.1.2 ROC de référence de la Société

Nous avons appliqué le multiple moyen aux ROC 2019 et 2020 de LEERDAMMER.

1.5.2.1.3 Fourchette de valorisation de LEERDAMMER selon les multiples de transactions comparables

Synthèse (M€)	xROC	
	2019	2020
Valeur d'entreprise	603	531
Valeur des fonds propres	630	557

L'application du multiple moyen observé sur les transactions comparables aux ROC 2019 et 2020 de LEERDAMMER, fait ressortir une valeur des fonds propres comprise entre 557 M€ et 630 M€.

Il convient de noter que les multiples extériorisés par les transactions comparables peuvent intégrer une prime de contrôle, ainsi que les synergies attendues par l'acquéreur ce qui n'est pas transposable au cas d'espèce dans le contexte de comparaison avec la valeur relative de BEL.

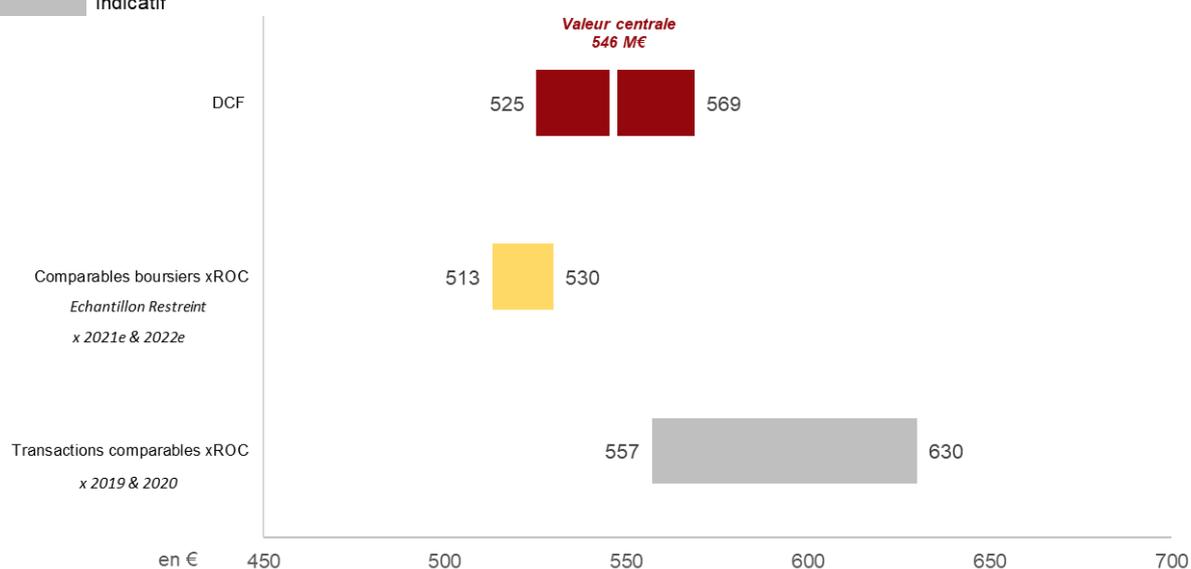
Pour cette raison nous ne présentons cette méthode qu'à titre indicatif.

1.5.2.2 Synthèse de nos travaux

Sur la base de nos travaux, la valeur relative du Périmètre LEERDAMMER (en M€) s'établit comme suit :

Méthodes d'évaluation retenues

- Principal
- Secondaire
- Indicatif



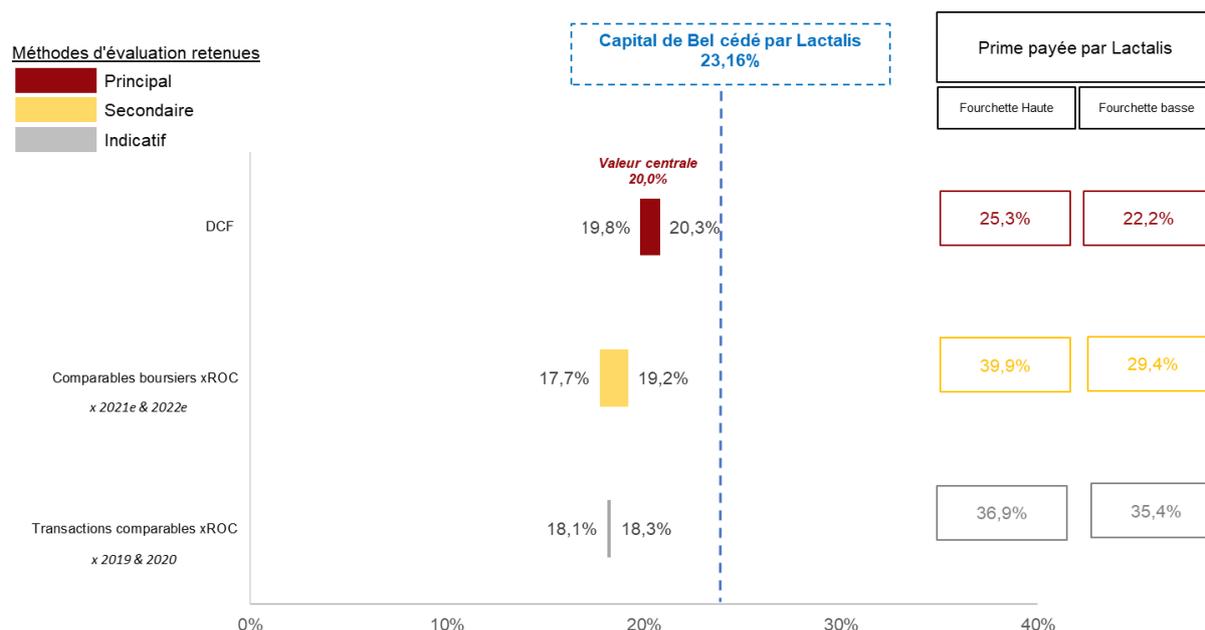
1.6 Comparaison des valeurs relatives

Les parties sont convenues de l'échange de 1.591.472 actions BEL détenues par SOFIL filiale à 100% de LACTALIS pour le Périmètre LEERDAMMER cédé par BEL au profit de LACTALIS.

Sur la base de nos approches multicritères, nous avons procédé à la comparaison directe des valeurs relatives calculées. BEL et le Périmètre LEERDAMMER ayant des activités comparables, nous avons retenu les mêmes critères d'évaluation appliqués de façon homogène. Les comparaisons pertinentes sont, selon nous :

- A titre principal, la comparaison de critères fondés sur les valeurs intrinsèques des activités, c'est à dire la valeur de BEL extériorisée par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie et la valeur du Périmètre LEERDAMMER extériorisée par cette même méthode ;
- A titre secondaire, pour les raisons évoquées au §1.2.2, les valeurs de BEL et du Périmètre LEERDAMMER extériorisées par les comparables boursiers.
- A titre indicatif, pour les raisons évoquées au §1.2.3, Les valeurs de BEL et du Périmètre LEERDAMMER extériorisées par les transactions comparables.

Sur la base de nos travaux, le résultat de la comparaison des valeurs relatives (exprimé en % représentatif du capital de BEL) s'établit comme suit :



Aucune approche d'évaluation n'extériorise une valeur du Périmètre LEERDAMMER supérieure à 23,16% de la valeur BEL correspondant à la part de capital cédée par LACTALIS dans le cadre de l'Opération.

La valeur centrale selon l'approche DCF mis en œuvre à titre principal s'établit à 2.723 M€ concernant les fonds propres de BEL (soit 425 € par action avant cession du Périmètre LEERDAMMER) et 546 M€ pour le Périmètre LEERDAMMER. Ces valeurs sont selon nous représentatives de la valeur intrinsèque de BEL et du Périmètre LEERDAMMER dans leur configuration actuelle, et surtout les plus pertinentes pour apprécier sur des bases homogènes les termes de l'échange.

Sur la base de la comparaison de ces valeurs, la cession du Périmètre LEERDAMMER devrait être rémunérée par l'acquisition de 1.284.706⁶ actions BEL soit 20,0% de son capital. Le rapport d'échange de 1.591.472 actions BEL acquises par BEL retenu pour l'Opération fait donc ressortir une prime de 23,9%⁷ au bénéfice de l'actionnaire BEL.

Exprimé autrement, sur ces bases, BEL cède un actif évalué 546 M€ en échange d'un bloc d'actions estimé de manière homogène à 676 M€ (1.591.472 actions valorisées 425 € par action). La différence entre la valeur de l'actif LEERDAMMER (546 M€) et la contre-valeur payée par Lactalis (676 M€) peut s'expliquer par les synergies attendues par LACTALIS lors de l'intégration du Périmètre LEERDAMMER.

Sur la base de l'approche DCF retenue à titre principal, le bloc échangé (soit 23,16% du capital de Bel) extériorise donc un « prix » du Périmètre LEERDAMMER compris entre 641 M€ et 713 M€ pour une valeur intrinsèque comprise entre 525 M€ et 569 M€, soit une prime comprise entre 22,2% et 25,3%.

Le niveau de prime significatif payé par LACTALIS peut traduire les synergies attendues par l'acquéreur.

En complément et afin d'apprécier l'équité de l'échange, nous avons analysé les conséquences de l'opération pour les actionnaires de BEL, dès lors que celles-ci ne sont pas appréhendées dans les valeurs relatives présentées ci-dessus qui s'entendent avant cession.

⁶ 546 M€ (valeur LEERDAMMER) / 425 € (valeur par action de BEL) – Sur la base de la valeur centrale extériorisée par l'approche DCF

⁷ $(1.284.706 - 1.591.472) / 1.284.706$

2. Conséquences de l'opération pour les actionnaires de BEL

Comme nous l'avons vu précédemment, dans la mesure où la valeur intrinsèque du Périmètre LEERDAMMER représente une valeur inférieure à celle attribuable à la quote part du capital cédé (soit 23,16%), l'Opération présente un effet relatif pour l'actionnaire de BEL. Cette relation résulte de l'auto-détention par BEL de 1.591.472 actions supplémentaires.

Ce caractère relatif est néanmoins compensé en partie par l'existence de disynergies liées à la cession du Périmètre LEERDAMMER, dont il convient de tenir compte pour apprécier les conséquences globales de l'Opération, et donc *in fine* son équité.

Les informations détaillées sur la nature et les montants des disynergies identifiées étant confidentielles, nous ne présentons ci-dessous que le résultats de leurs impacts pour l'actionnaire de BEL .

Conséquence de l'opération sur le ROC et le résultat net par action

Afin de s'assurer que ces disynergies ne remettent pas en cause l'intérêt de l'Opération pour l'actionnaire de BEL d'un point de vue financier, c'est-à-dire en particulier les primes observées sur la comparaison des valeurs relatives, il convient de mesurer leur impact.

Ainsi, pour analyser les conséquences de l'opération pour les actionnaires de BEL nous avons simulé l'impact de la cession du Périmètre LEERDAMMER sur le ROC et le résultat net⁸, ainsi que sur la valeur de BEL par action selon l'approche intrinsèque de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Nous avons tenu compte dans nos calculs du nombre d'actions BEL retraité de l'auto-détention de 1.591.472 actions supplémentaires résultant de l'opération d'échange (actions auto-détenues via SICOPA filiale à 100%).

Par conséquent, le nombre d'actions BEL hors autocontrôle après cession du Périmètre LEERDAMMER s'élève à 4.823.012 actions.

Les différentes analyses réalisées (sur les ROC et résultats nets prévisionnels 2021B – 2023e) conduisent, en retenant un nombre d'actions BEL ainsi retraité, à une relation du ROC par action après cession et disynergies comprise entre 5,3% et 14,2% pour la période 2021B à 2023^e. Concernant le résultat net par action après cession et disynergies, la relation est de 11,8% en 2023^e. En 2021 B et 2022^e l'incidence est limitée (relation de 1,8% en 2021B et dilution de -2% en 2022^e).

La relation observée sur le ROC et le résultat net correspond à l'effet relatif liée à l'opération d'échange atténuée en partie par les disynergies constatées pour BEL à la suite de la cession du Périmètre LEERDAMMER.

⁸ estimé sur la base de l'EBIT après impôt diminué des charges financières liées à l'endettement de Bel (sur la base de la charge financière d'intérêt 2020 retraité de l'effet impôt) par action de BEL pour les années 2021B à 2023e

Les exercices 2021e et 2022e sont impactés par le plein effet des disynergies dont le montant est accentué en 2022e par le coût du plan de restructuration dont la mise en œuvre conduit à une amélioration significative du résultat par action à compter de 2023e.

A titre informatif, et compte tenu de l'aléa inhérent à la réduction des disynergies, nous avons simulé l'hypothèse d'un maintien des disynergies estimé pour la première année. Sur cette base l'Opération demeurerait nettement relative avec une relation du résultat net de 8,6% en 2023e.

L'opération apparaît donc globalement relative pour l'actionnaire de BEL.

Impact de l'opération sur la valeur intrinsèque de l'action BEL

Nous avons déterminé la valeur par action de BEL, après cession du Périmètre LEERDAMMER et prise en compte des disynergies, selon l'approche DCF retenue à titre principal dans la valorisation de BEL avant cession.

Celle-ci serait comprise entre 438 € et 491 € par action avec une valeur centrale de 463 € par action. Par conséquent, du fait de la relation nette des disynergies observées, l'Opération conduit à un accroissement de la valeur de l'action BEL de 38 €⁹ par action sur la base des valeurs centrales extériorisées par l'approche DCF. Ce constat d'un accroissement de la valeur par action consécutivement à l'Opération est également observé sur les méthodes présentées à titre secondaire et indicatif.

⁹ 463 € – 425 € = 38 €

3. Conclusion

Dans ce contexte et sur ces bases, l'échange proposé s'inscrivant dans le cadre d'une opération participant au pivotement stratégique de la Société, nous sommes d'avis que la parité offerte de 1.591.472 actions BEL pour le périmètre LEERDAMMER est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de BEL, dès lors que (i) l'échange présente un effet globalement relatif sur chacun des agrégats examinés, (ii) que nous n'identifions pas d'autres conséquences négatives pour l'actionnaire de BEL autres que les disynergies estimées par le management et prises en compte dans nos analyses.

PJ : Annexe unique

4. Annexe unique

La présente annexe constitue la synthèse des termes de notre lettre de mission.

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet FINEXSI est indépendant, et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
mars-20	April	Andromeda Investissements	Deutsche Bank, Lazard, Natixis	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
juil.-20	Antalis	KPP	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juil.-20	SoLocal Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers
juil.-20	Technicolor	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers
sept.-20	Devoteam	Castillon SAS	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat (par les Fondateurs)
oct.-20	Sodifrance	Sopra Steria	Bryan Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
nov.-20	Bourbon	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à certains créanciers et augmentation de capital sans suppression du DPS
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire Générale

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Description des diligences effectuées et programme de travail

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
- 2 - Identification des risques et orientation de la mission
- 3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission
 - Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle et des notes d'analyse sur les comparables de la Société et du Périmètre LEERDAMMER
- 4 - Appréciation du contexte spécifique du Projet d'Echange
 - Echanges avec le management de la Société
 - Echanges avec les conseils de la Société
- 5 - Analyse du Projet d'Echange et de la documentation juridique liée (notamment celle relative aux accords connexes)
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société et du Périmètre LEERDAMMER
- 7 - Analyse du cours de bourse de BEL
 - Analyse de l'évolution du cours et de la volatilité
 - Analyse du flottant et de la liquidité
- 8 - Revue des plans d'affaires de BEL et du Périmètre LEERDAMMER établis par le management de la Société
- 9 - Mise en œuvre d'une valorisation de BEL et du Périmètre LEERDAMMER par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation d'analyses de sensibilité
- 10 - Mise en œuvre des méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions comparables)
- 11 - Analyse du projet *Sales Exchange Agreement* (SEA) et des projets d'accords de distribution entre BEL et LACTALIS
- 13 - Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et de l'initiateur
- 14 - Rédaction du rapport.

Calendrier de l'étude

18 mars 2021	Désignation de FINEXSI en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'administration de BEL
Mars / Avril 2021	Collecte de l'information publique disponible Identification et collecte de données sur les comparables boursiers et transactionnels à partir de nos bases de données financières CAPITAL IQ, MERGERMARKET, et EPSILON notamment
14 avril 2021	Conférence téléphonique avec la direction Financière de BEL sur la revue de la documentation à obtenir
23 et 27 avril 2021	Conférence téléphonique sur la revue des comptes historiques de BEL et le détournement de l'activité LEERDAMMER avec la direction financière de BEL.
23 avril et 29 avril 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière sur la revue critique des hypothèses structurantes des plans d'affaires BEL et LEERDAMMER
29 avril et 3 mai 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière sur l'analyse des disynergies liées à la cession du périmètre LEERDAMMER
Mai 2021	Mise en œuvre de l'évaluation multicritères de BEL et du Périmètre LEERDAMMER
12 mai 2021	Conférence téléphonique avec le responsable trésorerie de BEL sur L'analyse de l'impact de change sur le budget 2021 de BEL
20 mai 2021	Entretien avec Monsieur DE PONCINS, Directeur Général Partenariats Stratégiques et Nouvelles Géographies
21 mai 2021	Entretien avec Monsieur FIEVET, Président Directeur Général
17 juin 2021	Entretien avec la direction financière sur les dernières estimations des disynergies liées à la cession du Périmètre LEERDAMMER.
1 ^{er} juillet 2021	Entretien avec la direction financière sur les accords de distribution entre BEL et LACTALIS.
Juin/ 1 ^{er} semaine de juillet 2021	Rédaction du rapport d'évaluation
8 juillet 2021	Remise du rapport d'évaluation

Liste des personnes rencontrées ou contactées

BEL

- Monsieur Antoine FIEVET, Président Directeur Général
- Monsieur Eric DE PONCINS, Directeur Général Partenariats Stratégiques et Nouvelles Géographies
- Monsieur Benoit ROUSSEAU, Group Treasury & Insurances Director
- Monsieur Romain MOUROT, Directeur Financier
- Madame Leslie BRUNEL, Directrice Consolidation

PERELLA WEINBERG PARTNERS, Banque conseil de BEL

- Monsieur Tanguy RIVIERE, Managing Director
- Monsieur Romain DE IPANEMA MOREIRA, Director

LINKLATERS, cabinet d'avocats conseil de la Société

- Maître Pierre THOMET, Partner

Sources d'information utilisées

Principales informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Plan d'affaires stratégique Bel 2021-2023 de juillet 2020 et sa mise à jour après l'élaboration du budget 2021 en janvier 2021
- Plan d'affaire Leerdammer
- Détournage du périmètre Leerdammer réalisé par EY dans le cadre de ses travaux de due diligence au titre de la cession du Périmètre Leerdammer. Le conseil a émis un rapport « Project Alphabet – Financial Vendor Assistance » en novembre 2020
- Budget 2021 de Bel et du périmètre Leerdammer
- Analyses liées à la cession du Périmètre Leerdammer
- PV des CA de Bel tenus de 2018 à 2020
- Documentation juridique relative au Projet d'Echange (Accor d'exclusivité, SEA)
- Lettres d'affirmation de la Société

Nous avons reçu, en temps utiles, tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de notre mission.

Informations de marché

- Document de référence 2017 et 2018, document d'enregistrement universel 2019 et 2020, et rapports financiers semestriels 2019 et 2020.
- Communication financière de BEL sur les exercices 2017 à 2021
- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET et EPSILON
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE
- Autres : XERFI

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé, 35 années d'expérience) et Robin LUCAS (Associé, 25 années d'expérience), ont été assistés de Monsieur Jean-Marc BRICHET (Associé, 35 années d'expérience) et de Charles BOURRAS (Superviseur, 7 années d'expérience).

Annexe 2
Rapport de l'Expert Indépendant et *addendum*



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO) initiée par UNIBEL S.A. visant les actions de BEL S.A.

15 novembre 2021

SOMMAIRE

1. Présentation de l'Opération	7
1.1. Sociétés concernées par l'Opération	7
1.1.1 Présentation de la société initiatrice	7
1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre	7
1.2. Présentation de l'Offre	9
1.1.1 Les termes de l'Offre	9
1.1.2 Motifs et contexte de l'Offre	10
1.1.3 Intentions de l'initiateur au cours des 12 prochains mois	12
1.1.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	14
2. Déclaration d'indépendance	18
3. Diligences effectuées	19
4. Présentation de l'environnement économique et des activités de Bel	22
4.1. Présentation du marché des produits laitiers	22
4.1.1 La filière laitière en France	22
4.1.2 Les habitudes de consommation	23
4.1.3 Les acteurs du marché en France	24
4.1.4 Développement à l'international	26
4.1.5 L'exposition aux prix des matières premières	26
4.1.6 Tendances du marché	27
4.2. Présentation du Groupe Bel et de ses données financières	30
4.2.1 Présentation du Groupe Bel	30
4.2.2 Présentation synthétique des données financières historiques du Groupe	37
4.3. Matrice S.W.O.T de Bel	52

5.	Evaluation des actions de la société Bel	53
5.1	Méthodes d'évaluation écartées	53
5.1.1	Actif net comptable consolidé	53
5.1.2	Actif net comptable réévalué	53
5.1.3	La valeur de rendement (capitalisation du dividende).....	53
5.1.4	Valeur liquidative.....	54
5.1.5	Objectifs de cours de bourse des analystes.....	54
5.2	Approche par la somme des parties étudiée en réponse aux observations des minoritaires	54
5.3	Critères d'évaluation retenus	56
5.3.1	Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF) - A titre principal	56
5.3.2	Comparables boursiers - A titre secondaire	57
5.3.3	Cours de bourse – à titre indicatif.....	58
5.3.4	Transactions comparables - à titre indicatif.....	61
5.3.5	Valeur induite par le cours de bourse d'UNIBEL – à titre indicatif	61
5.4	Données de référence de Bel	61
5.4.1	Nombre de titres retenu	61
5.4.2	Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	62
5.5	Mise en œuvre de la valorisation de la société Bel.....	65
5.5.1	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	65
5.5.2	Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire.....	72
5.5.3	Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif	76
6.	Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre	84
6.1.	Le contrat d'Echange.....	84
6.2.	Les accords transitoires postérieurs à l'Opération d'Echange	87
6.3.	Les mécanismes de liquidité.....	87
6.4.	Autres accords dont l'Initiateur a connaissance.....	88

7. Analyse et appréciation des observations reçues des actionnaires minoritaires	89
7.1. Observation des actionnaires minoritaires après l'annonce le 19 mars 2021 d'un prix d'offre de 440 €	90
7.2. Observation des actionnaires minoritaires après l'annonce le 30 septembre 2021 d'un prix d'offre de 550 €	90
8. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'Etablissement Présentateur	91
8.1. Choix des critères d'évaluation	91
8.2. Mise en œuvre des différents critères	91
8.2.1. Données de référence	91
8.2.2. Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	92
8.2.3. Méthode des comparables boursiers	94
8.2.4. Analyse du cours de bourse	95
9. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre	96
9.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation de BEL	96
9.2. Attestation sur le caractère équitable de l'Offre	98
10. Annexes	100
Annexe 1 : Présentation de FINEXSI et déroulement de la mission	100
Annexe 2 : Lettre de mission établie par BEL à l'attention de l'Expert Indépendant	108

Contexte de l'Offre

La société BEL SA (« BEL » ou la « Société ») a annoncé dans son communiqué de presse publié le 19 mars 2021 le projet de cession par sa filiale SICOPA des titres des sociétés ROYAL BEL LEERDAMMER NL (« RBL »), BEL ITALIA, BEL DEUTSCHLAND et BEL SHOSTKA UKRAINE et la marque « LEERDAMMER » et tous ses droits attachés (ci-après « le Périmètre LEERDAMMER ») au groupe LACTALIS en échange de 1.591.472 actions BEL SA (« l'Echange »). Selon le communiqué, cette opération devait être suivie d'une offre publique de rachat d'actions (ou « OPRA ») initiée par la société BEL SA (ci-après « BEL » ou la « Société ») puis d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (ou « OPR-RO ») initiée par la société UNIBEL SA (ci-après « UNIBEL » ou l'« Initiateur ») sur les actions BEL (ensemble désignées ci-après « les Offres Publiques »).

Dans le cadre de ces opérations, FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (« FINEXSI ») a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de BEL réuni le 18 mars 2021 afin d'apprécier les conditions financières des Offres Publiques et leur caractère équitable pour les actionnaires de BEL. Cette désignation dans le cadre des Offres Publiques est intervenue sur le fondement des articles 261-1-I 1° et 4° et 261-1-II du Règlement général de l'Autorité de Marchés Financiers (« l'AMF ») et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020.

Dans ce contexte, nous avons également été désignés en tant qu'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable pour les actionnaires de BEL du projet de cession du Périmètre LEERDAMMER en échange de 1.591.472 actions BEL SA, qui constitue un accord connexe à l'Offre dès lors que LACATALIS demeure actionnaire de BEL. Nous avons émis un rapport sous forme d'attestation d'équité sur cette opération le 8 juillet 2021 à l'attention du Conseil d'administration de BEL.

Le 30 septembre 2021, l'Initiateur a annoncé par un communiqué de presse sa décision d'augmenter le prix de l'OPR-RO à 550 euros par action Bel (le « Prix d'Offre »), soit une prime de 25 % sur le prix de 440 euros annoncé le 19 mars 2021.

Le même jour, la Société a également publié un communiqué de presse par lequel elle a annoncé que, dans le cadre d'un ajustement de sa stratégie de financement et d'allocation de capital, elle renonçait à déposer un projet d'OPRA.

Il est précisé que l'OPR-RO (« l'Offre » ou « l'Opération ») porte sur la totalité des actions BEL (les « Actions » ou au singulier l'« Action ») non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur (par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, en ce inclus les 1.591.472 Actions d'autocontrôle détenues par SICOPA représentant 23,16% du capital de BEL) et à l'exception des 237.222 Actions BEL détenues par les membres des familles FIEVET et SAUVIN (le « Groupe Familial FIEVET-BEL »). Le nombre total d'Actions concernées par l'Offre est de 311.784 actions BEL SA¹. Il est précisé qu'à la connaissance de l'Initiateur, certains membres du Groupe Familial FIEVET-BEL ont fait part de leur intention de céder leurs Actions à l'Initiateur au Prix d'Offre au cours de la période d'Offre précédant le retrait obligatoire pour un total de 20.772 actions BEL.

¹ (Public: 249.933 actions et SOFIL/Groupe Lactalis: 61.851 actions).

Dans le cadre de notre mission, nous avons été sollicités par 10 actionnaires minoritaires, l'un d'entre eux appartenant à l'une des trois branches familiales fondatrices du Groupe. Parmi ces 10 actionnaires, 5 d'entre eux nous ont demandé un rendez-vous. Nous avons entendu respectivement l'actionnaire A le 26 mars 2021, l'actionnaire B le 18 mai 2021, l'actionnaire C le 21 mai 2021 et l'actionnaire D appartenant à l'une des branches fondatrices le 31 mai 2021. Celui-ci était accompagné de son conseil juridique ainsi que de l'actionnaire E. Nous avons à nouveau rencontré cet actionnaire D le 7 septembre 2021 accompagné de son conseil juridique mais également de l'évaluateur qu'il a mandaté. Cet évaluateur nous a présenté lors de ce rendez-vous auquel assistait l'actionnaire E un résumé de son rapport dont la version complète nous a été transmise le 9 septembre 2021.

A l'issue de ces entretiens, les actionnaires minoritaires ont formalisé leurs observations dans des notes qui nous ont été transmises et échangées avec l'Initiateur, la Société et ses conseils. Nous analysons leurs observations dans le corps du rapport. En effet, eu égard au nombre d'observations formulées par les actionnaires minoritaires, il est apparu plus pertinent d'intégrer leurs analyses dans le corps de nos développements. Une synthèse de leurs observations est également présentée en partie 7 avec un renvoi aux paragraphes les concernant.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou nous ont été transmises par BEL. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Notre responsabilité ne pourra être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

Nous précisons que le présent rapport, établi pour les seuls besoins du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers en France, ne préjuge en aucun cas des éventuelles obligations qui pourraient résulter de législations étrangères, même si l'Offre est ouverte aux actionnaires résidant dans d'autres pays.

1. Présentation de l'Opération

1.1. Sociétés concernées par l'Opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

UNIBEL est une société anonyme de droit français à conseil de surveillance et directoire immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 552 002 578, et dont le siège social est situé 2 allée de Longchamp à Suresnes (92150) en France.

UNIBEL est la société holding animatrice du groupe BEL (société objet de l'Offre) et détient directement 67,7% du capital de BEL.

Son capital est détenu directement et indirectement à 80% par le Groupe Familial Fiévet-Bel constitué des signataires du pacte entré en vigueur le 23 septembre 2013 et des sociétés² que ceux-ci contrôlent (le « Pacte »). Selon le Document d'Enregistrement Universel d'UNIBEL pour 2020³, ce Pacte d'une durée de 7 ans reconductible tacitement pour la même durée a été conclu entre les descendants des fondateurs à l'exception de la famille DUFORT. Il a pour objectif d'assurer la stabilité du contrôle familial d'UNIBEL et de veiller aux intérêts stratégiques et patrimoniaux des actionnaires familiaux signataires. Il organise une concertation entre les signataires en vue d'arrêter des positions communes à travers un Conseil de Famille et une Assemblée de Famille avant chaque décision importante d'UNIBEL et notamment avant chaque assemblée générale.

La société SOFICO, filiale à 100% de BEL, est actionnaire à hauteur de 8,45% (8,56% hors auto contrôle) d'UNIBEL. Cette détention constitue un autocontrôle d'UNIBEL auquel s'ajoute l'auto-détention par UNIBEL de ses propres actions (1,34% du capital).

Les autres actionnaires détiennent 10,21% du capital. Ils comprennent notamment la société anonyme de droit belge HFBBDE contrôlée par la famille DUFORT qui possède plus de 5% du capital d'UNIBEL.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

BEL est une société anonyme de droit français immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 542 088 067. Son siège social est situé 2 allée de Longchamp à Suresnes (92150) en France.

Elle est la société mère du groupe éponyme BEL (« BEL » ou « le Groupe »), groupe international familial contrôlé par la cinquième génération de dirigeants familiaux, et un leader mondial de la production et la commercialisation de fromages en portions.

² Parmi celles-ci figurent la société anonyme Comptoir Général des Fromagers qui dépasse le seuil de 25% du capital, la société civile RFE qui dépasse le seuil de 20% du capital et la société Les Cinéastes Animaliers associés qui dépasse le seuil de 10% du capital et sont citées dans le DEU d'Unibel 2020 (page 217) mais également la Société Commerciale et Immobilière Française et Fievet Frères.

³ Page 217 – DEU Unibel 2020.

FROMAGERIES BEL (devenue ensuite BEL SA), la société tête du groupe, a fait son introduction en bourse le 11 décembre 1946. Ses actions sont cotées sur le marché Euronext Paris Compartiment A sous le code ISIN : FR0000121857.

Fin 2016, dans le cadre de sa stratégie de diversification, BEL a acquis le groupe MATERNE MONT BLANC, un leader des desserts ambiants dont les compotes en gourde. Le Groupe BEL est présent en Europe, en Amérique, en Asie-Pacifique, au Moyen-Orient et en Afrique. Son modèle économique repose sur la puissance de « marques cœur ». Celles-ci comprennent, pour les produits fromagers et laitiers, LA VACHE QUI RIT, KIRI, MINI BABYBEL, BOURSIN et LEERDAMMER (cédée depuis le 30 septembre 2021 au groupe LACTALIS – cf. « l'Echange »), et pour les produits à base de fruits : POM'POTES et GOGOSQUEEZ. Dans le cadre de la stratégie de pivotement de ses activités, le Groupe a pour ambition affichée de devenir un leader mondial du *snacking sain*.

Au 30 juin 2021, le capital social de BEL s'élevait à 10.308.502 € et était composé de 6.872.335 actions d'une valeur nominale de 1,5 €.

Selon le projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 22 octobre 2021 (le « Projet de Note d'Information »), la répartition du capital et des droits de vote de BEL se présente comme suit au 22 octobre 2021, soit après la réalisation de la cession du Périmètre LEERDAMMER au profit de LACTALIS effectuée en échange de 1.591.472 actions BEL qui étaient détenues par SOFIL / groupe LACTALIS. Les actions ainsi échangées sont désormais détenues par SICOPA, filiale à 100% de BEL qui était la société détenant l'ensemble des actifs du Périmètre LEERDAMMER cédé à LACTALIS.

En milliers	Actions		Droits de votes exerçables	
	#	%	#	%
Unibel	4 651 237	67,68 %	9 302 474	91,02 %
Groupe familial Fiévet-Bel	237 222	3,45 %	474 443	4,64 %
SICOPA (autocontrôle)	1 591 472	23,16 %	-	0,0 %
Auto-détention	80 620	1,17 %	-	0,0 %
Concert Unibel	6 560 551	95,46 %	9 776 917	95,66 %
SOFIL/groupe Lactalis	61 851	0,90 %	123 702	1,21 %
Public	249 933	3,64 %	319 560	3,13 %
Total	6 872 335	100,00 %	10 220 179	100,00 %
<i>Nombre d'actions Bel hors autocontrôle</i>	5 200 243			

La part du capital flottant dans l'actionnariat BEL est de 3,6%. Le groupe LACTALIS dont la détention est désormais résiduelle (0,9%) n'est pas compris dans le flottant compte tenu de la stabilité dans la durée de sa participation au capital de BEL. Les Actions détenues par le groupe LACTALIS sont cependant visées par l'Offre.

Les Actions auto-détenues par BEL et les Actions détenues par la société SICOPA, filiale à 100% de BEL SA, sont considérées comme des actions d'autocontrôle privées de droit de vote.

Le nombre total d'actions BEL retraité de cet autocontrôle s'élève ainsi à 5.200.243 actions.

Le Groupe Familial Fiévet-Bel est constitué des membres signataires du Pacte (cf. ci-dessus §1.1.1).

Il existe à la date du présent rapport des plans d'attribution d'Actions gratuites en cours mis en place par la Société. A la date du Projet de Note d'Information et à la connaissance de l'Initiateur, 21.207 Actions sont encore susceptibles d'être attribuées en 2022 et 2023 dans le cadre des plans en cours. Ces Actions gratuites en cours d'acquisition ne sont pas visées par l'Offre mais bénéficieront d'un mécanisme de liquidité qui sera mis en place par l'Initiateur après la date de clôture de l'Offre (cf. §6.3).

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

1.2. Présentation de l'Offre

Les informations suivantes concernant les titres visés par l'Offre, le contexte et les motifs sont issues du Projet de Note d'Information :

1.1.1 Les termes de l'Offre

Les titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur la totalité des Actions qui ne sont pas détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, SICOPA ou les membres du Groupe Familial Fievet-Bel agissant de concert vis-à-vis de la Société.

Les 1.591.472 Actions détenues par SICOPA représentant 23,16% du capital de BEL et les 80.620 Actions auto détenues par BEL étant assimilées à des actions d'autocontrôle, elles ne sont pas visées par l'Offre.

A la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur et les membres du Groupe Familial Fievet - Bel détiennent ensemble directement et indirectement 6.560.551 Actions représentant 95,46% du capital qui ne sont pas visées par l'Offre.

En conséquence l'Offre porte sur 311.784 Actions représentant 4,54% du capital et 4,34% des droits de vote exerçables de la Société à la date du Projet de Note d'Information.

Les Actions gratuites en cours d'acquisition ne sont également pas visées par l'Offre mais elles bénéficieront d'un mécanisme de liquidité (cf. §6.3).

Il est également indiqué qu'à la connaissance de l'Initiateur certains membres du Groupe Familial Fievet-Bel ont fait part de leur intention de céder à UNIBEL leurs Actions représentant un total de 20.722 actions au prix d'Offre par action au cours de la période d'Offre.

Le prix de l'Offre

L'Initiateur offre de manière irrévocable aux actionnaires de la Société concernés par l'Offre d'acquérir les actions BEL qu'ils détiennent en contrepartie d'une somme en numéraire de 550 euros par action.

La procédure d'Offre publique de retrait sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire visant la totalité des actions qui ne seront pas détenues par l'Initiateur. Elles seront dès lors transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale aux Prix d'Offre de 550 euros par action.

1.1.2 Motifs et contexte de l'Offre

1.1.2.1 Contexte de l'Offre

(a) « Présentation de l'Initiateur »

L'Initiateur est la société animatrice du Groupe Bel, dont l'activité consiste essentiellement à orienter et à animer la politique générale du Groupe Bel en se consacrant, conformément à sa mission, à la gestion des affaires du Groupe.

L'Initiateur est contrôlé par le Groupe Familial Fiévet-Bel.

(b) Cession du périmètre Leerdammer

(i) Signature d'une promesse d'échange d'actions

Le 18 mars 2021, le groupe Lactalis (le « Groupe Lactalis ») a consenti à la Société une promesse unilatérale (la « Promesse ») portant sur (x) la cession par Sicopa, société détenue à 100% par Bel et contrôlée par Unibel, d'un périmètre comprenant Royal Bel Leerdammer NL, Bel Italia, Bel Deutschland, la marque Leerdammer et tous ses droits attachés, ainsi que Bel Shostka Ukraine (le « Périmètre Leerdammer ») (y) en échange de 1.591.472 Actions Bel (représentant 23,16% du capital et 23,76% des droits de vote théoriques de la Société) détenues par Sofil, entité du Groupe Lactalis (l'« Echange »).

(ii) Approbation par le Conseil d'administration du principe de l'Opération [...]

La décision du Conseil d'administration concernant l'accueil favorable du principe de l'Echange et la nomination de l'Expert Indépendant a été annoncée par voie de communiqué de presse publié le 19 mars 2021.

Le même jour, (i) la Société a annoncé son intention de déposer un projet d'offre publique de rachat d'actions (l'« OPRA ») à un prix de 440 euros par Action et (ii) l'Initiateur a quant à lui annoncé son intention de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur le solde des Actions au même prix par Action que cette dernière, soit 440 euros par Action. Ce prix a fait l'objet d'une révision à la hausse à 550 euros (cf. ci-avant).

(iii) *Remise du rapport de l'Expert indépendant*

L'Expert Indépendant a remis au Conseil d'administration de la Société, le 8 juillet 2021, un rapport assorti d'une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Echange. L'Expert Indépendant a conclu que la parité offerte de 1.591.472 actions Bel pour le Périmètre Leerdammer est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Bel.

(iv) *Signature du Contrat d'Echange*

A la suite de l'obtention d'un avis favorable unanime des instances représentatives du personnel consultées dans le cadre de l'Echange, Sicopa a exercé la Promesse le 13 juillet 2021.

Le 13 juillet 2021, Sicopa et Sofil ont signé un accord (le « Contrat d'Echange ») relatif à l'Echange.

[...]

La signature du Contrat d'Echange a été annoncée dans le communiqué de presse publié par Bel le 29 juillet 2021.

[...]

(v) *Annonces relatives à l'OPRA et à l'Offre*

Le 30 septembre 2021, l'Initiateur a annoncé par un communiqué de presse sa décision d'augmenter le Prix d'Offre à 550 euros par Action, soit une prime de 25 % sur le prix de 440 euros annoncé le 19 mars 2021.

Le même jour, la Société a également publié un communiqué de presse par lequel elle a annoncé que, dans le cadre d'un ajustement de sa stratégie de financement et d'allocation de capital, elle renonçait à déposer un projet d'OPRA. Depuis l'annonce par la Société le 19 mars 2021 de son intention de déposer une OPRA à un prix de 440 euros par action, le Groupe Bel a en effet accéléré ses efforts d'investissements dans le but de renforcer son leadership sur le marché du snacking sain tout en continuant de faire face à une situation économique et géopolitique complexe au Proche et Moyen-Orient ainsi qu'en Afrique du Nord. Cette combinaison d'éléments a donc conduit Bel à ajuster sa stratégie de financement et d'allocation de capital et à renoncer à déposer l'OPRA.

1.1.2.2 *Motifs de l'offre*

« Compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échanges des Actions sur le marché, un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres aux négociations et ainsi de réduire ses coûts de fonctionnement en se libérant des contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris.

Le Prix d'Offre par Action, fixé à 550 euros par Action, représente une prime de 45,5% sur le cours de clôture du 17 mars 2021 précédant l'annonce de l'Opération d'Echange et de 58,4% sur le cours moyen pondéré par les volumes des 60 jours précédant le 17 mars 2021.

[...]

L'indemnisation proposée aux actionnaires de Bel dans le cadre du Retrait Obligatoire est identique au prix proposé dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait ».

1.1.3 Intentions de l'initiateur au cours des 12 prochains mois

1.1.3.1 Stratégie et politique industrielle et commerciale

« L'Initiateur a l'intention, en continuant à s'appuyer sur l'équipe de direction actuelle de la Société, de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société et d'accompagner le développement de la Société, et ce notamment autour de ses trois territoires produit complémentaires – lait, végétal et fruit – dans la droite lignée de la démarche d'innovation, d'internationalisation et de modernisation déjà impulsée par l'équipe de direction actuelle ».

1.1.3.2 Synergies

« Le rôle de l'Initiateur consiste essentiellement à orienter et à animer la politique générale du Groupe Bel en se consacrant, conformément à sa mission, à la gestion des affaires du Groupe. Aucune synergie de nature industrielle et/ou commerciale entre l'Initiateur et la Société n'est par conséquent attendue ».

1.1.3.3 Intentions de l'Initiateur en matière d'emploi

« L'Offre s'inscrit dans une logique de prolongement de la stratégie de la Société et ne devrait donc pas avoir d'impact sur la politique de Bel en matière d'emploi ».

[...]

1.1.3.4 Intérêt de l'Opération pour l'Initiateur, Bel et les actionnaires de Bel

« La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres aux négociations et ainsi de réduire ses coûts de fonctionnement en se libérant des contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris.

Cette Offre assurera également une liquidité immédiate aux actionnaires minoritaires de la Société, sur l'intégralité de leur participation, au Prix d'Offre par Action (soit un prix de 550 euros par Action). Ce Prix d'Offre par Action extériorise une prime de 45,5% sur le cours de clôture du 17 mars 2021 précédant l'annonce de l'Opération d'Echange et de 58,4% par rapport à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les soixante jours de négociation précédant le 17 mars 2021.

Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre par Action se trouvent à la section 3 du Projet de Note d'Information ».

1.1.3.5 Fusion et réorganisation juridique

« A la date du Projet de Note d'Information, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société.

Il est toutefois précisé que l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités du groupe Bel ou d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société. Aucune décision sur ce sujet n'a été prise à ce jour ».

1.1.3.6 Cotation des Actions de la Société

« Dans la mesure où les Actions non-détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, seul ou de concert, ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre à l'issue de la clôture de l'Offre Publique de Retrait, conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II, 2 du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin que toutes les Actions visées non apportées à l'Offre Publique de Retrait lui soient transférées. Les Actions visées qui n'auraient pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnité en numéraire égale au Prix d'Offre par Action (soit 550 euros par Action), nette de tous frais.

Cette procédure entraînera la radiation des Actions Bel d'Euronext Paris.

L'Initiateur informera le public du Retrait Obligatoire par la publication d'un communiqué de presse conformément aux dispositions de l'article 237-3, III du règlement général de l'AMF et d'un avis dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, à l'issue du Retrait Obligatoire, sur un compte bloqué dédié, non productif d'intérêt, ouvert à cet effet auprès de BNP Paribas Security Services qui sera désigné par l'Initiateur comme centralisateur des opérations d'indemnisation du Retrait Obligatoire avant l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait (l'« Agent Centralisateur »).

Après clôture des comptes et sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, l'Agent Centralisateur créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du

montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs d'Actions Bel de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-8 du Règlement Général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des Actions de la Société dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par l'Agent Centralisateur pendant une durée de dix (10) ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront tenus à la disposition des ayants droit, sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat français ».

1.1.3.7 Intentions concernant la politique de dividendes

« A ce stade, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes. Toutefois, il se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre. Pour rappel, toute modification de la politique de distribution de dividendes sera décidée par le Conseil d'administration conformément à la loi et aux statuts de la Société et en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société ».

1.1.3.8 Intentions concernant les Actions d'autocontrôle

« Sicopa a acquis 1.591.472 Actions, représentant 23,16% du capital et 23,76% des droits de vote théoriques de la Société de la part de Sofil dans le cadre de l'Echange. Sicopa détenant de ce fait une fraction du capital de Bel supérieure à 10 %, elle réduira sa participation, conformément aux articles L. 233-29 et R. 233-17 du Code de commerce, dans les douze mois suivant la déclaration de franchissement de seuils effectuée par Sicopa le 6 octobre 2021. L'Initiateur se conformera à la législation en vigueur et fera en sorte que Sicopa régularise la situation dans les délais prescrits ».

1.1.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Sous réserve des différents accords mentionnés ci-après « l'Initiateur n'a pas connaissance d'autres accords et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou qui serait de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue ».

1.1.4.1 Contrat d'Echange

BEL a annoncé dans son communiqué de presse publié le 19 mars 2021 le projet de cession des titres des sociétés ROYAL BEL LEERDAMMER NL, BEL ITALIA, BEL DEUTSCHLAND et BEL SHOSTKA UKRAINE et la marque « LEERDAMMER » et tous ses droits attachés au groupe LACTALIS en échange de 1.591.472 actions BEL SA (« l'Echange »). L'Echange a été finalisé le 30 septembre 2021.

Dans ce contexte, nous avons été désignés en tant qu'expert indépendant le 18 mars 2021 afin d'apprécier le caractère équitable pour les actionnaires de BEL du projet de cession du Périmètre LEERDAMMER en échange de 1.591.472 actions BEL SA, qui constitue un accord connexe à l'OPR-RO dès lors que LACTALIS demeure actionnaire de BEL à hauteur de 0,91% à l'issue de l'Echange.

L'Echange a été structuré comme un transfert au bénéfice du groupe LACTALIS de titres de différentes entités, ces entités couvrant la distribution de l'ensemble des produits BEL dans les pays concernés et non uniquement celle des produits LEERDAMMER. Dans la mesure où BEL n'aurait donc plus, à la suite de ces transferts, de filiales en Allemagne, Italie et Ukraine, les parties se sont mises d'accord sur les points suivants :

- Constitution par Bel de nouvelles entités en Allemagne et en Italie afin d'avoir une présence commerciale et marketing dans ces pays pour les produits restant la propriété de Bel ;
- Etablissements de contrats de distribution en Allemagne, en Italie et en Ukraine pour la distribution des produits du groupe Bel qui sera assurée par les entités de commercialisation qui auront été transférées à Lactalis dans le cadre du Périmètre Leerdammer ;
- Possibilité de conclure des contrats de distribution transitoires (durée limitée à 3 mois) dans les pays où Bel est présent afin qu'il continue de distribuer des produits Leerdammer pour le compte de Lactalis.

Cette opération se traduit par l'existence de disynergies correspondant aux coûts complémentaires qui seront supportés par BEL (périmètre post cession).

Le Projet de Note d'information décrit le contrat d'Echange :

(a) « Actions transférées au titre du Contrat d'Echange

Le 13 juillet 2021, Sicopa et le Groupe Lactalis ont conclu le Contrat d'Echange, qui prévoit le transfert du Périmètre Leerdammer au profit du Groupe Lactalis en échange du transfert de 1.591.472 Actions au profit de Sicopa, représentant 23,16% du capital et 23,76% des droits de vote théoriques de la Société.

(b) Conditions suspensives

Le Contrat d'Echange prévoyait des conditions suspensives usuelles pour ce type d'opération, dont notamment l'obtention de certaines autorisations au titre du contrôle des concentrations.

(c) Prix et ajustement du prix

Le prix par Action retenu dans le cadre de l'Echange, ressortant de la valorisation des 1.591.472 Actions échangées dans le cadre de l'Echange, s'élève à 440 euros (le « Prix par Action Echangée »).

Le cas échéant, le Prix par Action Echangée pourra faire l'objet d'un ajustement postérieurement à la Date de Réalisation de l'Echange, sans que cela ait un impact sur le Prix d'Offre, (i) en cas de mise en œuvre de l'indemnisation d'un préjudice direct et certain subi par Sofil ou les entités du Périmètre Leerdammer ou évènement qui constituerait une inexactitude de certaines déclarations et garanties octroyées par Sicopa au titre du Contrat d'Echange ou (ii) en fonction de l'évolution de la dette nette et du besoin en fonds de roulement du Périmètre Leerdammer à la Date de Réalisation de l'Echange ».

1.1.4.2 Accords transitoires postérieurs à l'Echange

« L'Echange comprend par ailleurs la conclusion d'accords transitoires relatifs à :

- (a) *la distribution des produits du Groupe Bel par Lactalis dans l'ensemble des pays concernés par l'Opération d'Echange, soit l'Allemagne, l'Italie, l'Ukraine et l'Autriche ;*
- (b) *la distribution des produits Leerdammer par Bel en France, Belgique, Royaume-Uni/Irlande, Suisse, Pays-Bas, Slovaquie, République Tchèque, Grèce, Espagne, Hongrie et Roumanie ;*
- (c) *la fourniture de services par le Groupe Bel au Groupe Lactalis dans certains domaines (notamment informatique, sourcing, marketing, finance, Master Data) ;*
- (d) *la fourniture de services par le Groupe Lactalis au Groupe Bel dans certains domaines (notamment supply chain, recherche et développement, finance, ressources humaines, vente, marketing) ;*
- (e) *l'octroi par Bel d'une licence de marques, de brevet et de savoir-faire au Groupe Lactalis sur le territoire ukrainien ; et*
- (f) *l'octroi par Bel aux entités du Périmètre Leerdammer d'une licence de marque.*

1.1.4.3 Mécanisme de Liquidité

« L'Initiateur envisage de mettre en place après la date de clôture de l'Offre un mécanisme de liquidité au profit des titulaires d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition (le « Mécanisme de Liquidité »).

En vertu du Mécanisme de Liquidité, l'Initiateur proposera à chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition de conclure :

- (i) *une promesse d'achat, exerçable par chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition à compter du premier jour ouvré suivant la date d'attribution définitive de leurs Actions Gratuites en Cours d'Acquisition (la « Promesse d'Achat ») ; et*

- (ii) *une promesse de vente consentie par chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition au bénéfice de l'Initiateur (la « Promesse de Vente » et, avec la Promesse d'Achat, les « Promesses »), exerçable :*
- (a) *à l'issue de l'expiration de la période d'exercice de la Promesse d'Achat (à défaut d'exercice de celle-ci par le bénéficiaire d'Actions sous Promesse) ; ou*
 - (b) *à compter du premier jour ouvré suivant le départ du Groupe Bel du bénéficiaire d'Actions sous Promesse (à défaut d'exercice de la Promesse d'Achat ou de la Promesse de vente visée au (a) ci-dessus).*

Le prix d'exercice des Promesses correspondrait :

- *au Prix d'Offre par Action concernant l'ensemble des Actions sous Promesse devant être attribuées le 22 mai 2022 ; et*
- *à un prix par Action déterminé selon une méthode cohérente avec le Prix d'Offre par Action concernant les Actions sous Promesse devant être attribuées le 21 mars 2023 ».*

Le projet de note en réponse qui sera déposé par Bel auprès de l'AMF indique par ailleurs que :

« L'Initiateur a, depuis le dépôt du Projet de Note d'Information, informé la Société de sa décision de modifier certains éléments du Mécanisme de Liquidité afin que celui-ci soit en cohérence avec les termes des plans d'intéressement à long terme relatifs aux Actions Gratuites en Cours d'Acquisition :

- (i) *le prix d'exercice des Promesses correspondrait désormais au Prix d'Offre par Action pour l'ensemble des Actions sous Promesse, quelle que soit leur date d'attribution ; et*
- (ii) *la Promesse de Vente serait exerçable uniquement à l'issue de l'expiration de la période d'exercice de la Promesse d'Achat (à défaut d'exercice de celle-ci par le bénéficiaire d'Actions sous Promesse) et non plus également en cas de départ du Groupe Bel du bénéficiaire d'Actions sous Promesse ».*

2. Déclaration d'indépendance

Nous vous confirmons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivant de son Règlement général.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par la présente opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexe) qui ont été mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre. Elles comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 également modifiée le 10 février 2020 :

- La prise de connaissance détaillée de l'opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de BEL ;
- L'obtention du plan d'affaires établi par la Direction de BEL dans le cadre du processus annuel des prévisions du Groupe qui couvre la période 2021-2024 (« Le Plan Stratégique ») qui a fait l'objet d'une validation par les organes de gouvernance du groupe BEL en juillet 2021.
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de BEL, qui comprend notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour BEL susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'information publique disponible ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse détaillée des comptes, du budget de l'exercice en cours et du Plan Stratégique avec la Direction du Groupe et les responsables opérationnels, intégrant l'identification des hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuient le plan d'affaires de BEL et l'appréciation de leur pertinence ;
 - L'identification et l'analyse des sociétés cotées comparables et des transactions comparables sur la base des données publiques disponibles ;
 - L'étude de l'approche par la somme des parties consistant à évaluer séparément les activités de diversification du Groupe dans les produits fruitiers de celles correspondant aux produits fromagers et laitiers ;
 - La mise en œuvre de l'approche de la valeur de BEL induite par les cours de bourse d'UNIBEL ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;

- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par BNP Paribas en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (ci-après l' « Etablissement Présentateur » ou « BNP PARIBAS ») ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement général précité ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité Ad Hoc chargé de superviser l'avancement de notre mission et avec lequel plusieurs points d'étape ont été réalisés au cours desquels nous avons fait part, sur la base de nos analyses, de nos observations et remarques concernant le prix de 440 euros par Action initialement proposé ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions BEL et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre de 550 euros par Action.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos et de l'exercice en cours.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management et les conseils de la Société et de l'Initiateur, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et le plan d'affaires qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- Le contexte et les modalités de l'Opération telles que prévues initialement dans le communiqué du 19 mars 2021 ;
- L'activité récente de BEL, son évolution et ses perspectives de développement sur la durée couverte par le Plan Stratégique ;
- Les modalités de mise en œuvre du pivotement stratégique avec le rééquilibrage attendu en termes d'activité (répartition par (i) zones géographiques et par (ii) produits) et les objectifs de rentabilité opérationnelle à moyen terme ;
- Les méthodes d'évaluation mises en œuvre par l'Etablissement Présentateur.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le Plan Stratégique afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (multiples des sociétés cotées comparables et multiples des transactions comparables), nous avons étudié les informations publiques disponibles à partir de nos bases de données financières.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de l'Etablissement Présentateur tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le Projet de Note d'Information. Nous avons, dans ce cadre, tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de l'Etablissement Présentateur.

Comme indiqué, nous avons échangé avec certains actionnaires minoritaires que nous avons par ailleurs entendus le 26 mars 2021 concernant l'actionnaire A, le 18 mai 2021 concernant l'actionnaire B, le 21 mai 2021 concernant l'actionnaire C et le 31 mai 2021 concernant l'actionnaire D (membre de l'une des trois branches familiales fondatrices) celui-ci étant accompagné, outre ses conseils, de l'actionnaire E.

A l'issue de ces entretiens, les actionnaires minoritaires ont formalisé leurs observations dans des notes qui nous ont été transmises et échangées avec l'Initiateur, la Société et ses conseils.

Nous avons à nouveau rencontré le 7 septembre 2021 l'actionnaire D accompagné de ses conseils et notamment du conseil financier qu'il a mandaté. Celui-ci a présenté un résumé de son rapport dont la version complète nous a été transmise le sur lendemain. L'actionnaire E s'était également joint à ce rendez-vous.

Les observations formulées par ces actionnaires ainsi que ceux qui ont adressé un courrier sans solliciter de rendez-vous contestaient le prix offert initialement de 440 € par action principalement à partir de références transactionnelles et du niveau du cours de bourse atteint historiquement par BEL.

Nous avons été informés que deux des actionnaires précités (l'actionnaire D et l'actionnaire E) se sont manifestés et ont formulé des critiques postérieurement au relèvement du prix d'Offre à 550 € par action et à la publication du Projet de Note d'Information.

L'actionnaire D a adressé le 15 octobre 2021 un courrier à l'AMF dont le contenu porte principalement sur des éléments de nature juridique. Il formule également à la fin de son courrier une critique sur le prix révisé de 550 € en réitérant les observations formulées dans ces courriers précédents.

L'actionnaire E a transmis un message le 26 octobre 2021 aux membres du Directoire de l'Initiateur critiquant notamment les éléments d'appréciation du prix d'Offre figurant dans le Projet de Note d'Information et critiquant l'absence de référence à la méthode des transactions comparables (approche non retenue par l'Etablissement Présentateur).

Nous avons intégré ces remarques dans nos analyses et pour une meilleure lisibilité nous leur apportons nos appréciations dans le corps du rapport, soit dans le cadre de notre propre évaluation, soit dans le cadre de la revue critique des travaux de l'Etablissement Présentateur en précisant la remarque considérée. Nous présentons également en Partie 7 un tableau synthétisant ces remarques et indiquant où elles sont traitées dans le présent rapport.

Une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet et spécialiste en évaluation financière, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4. Présentation de l'environnement économique et des activités de Bel

Nous présentons dans un premier temps le marché des produits laitiers, avant de présenter la société BEL.

4.1. Présentation du marché des produits laitiers

La présentation qui suit s'appuie notamment sur les études XERFI « La fabrication des produits laitiers » et « La fabrication et le marché du fromage » en date respectivement d'août 2021 et avril 2021, et du Document d'Enregistrement Universel de BEL pour l'exercice 2020.

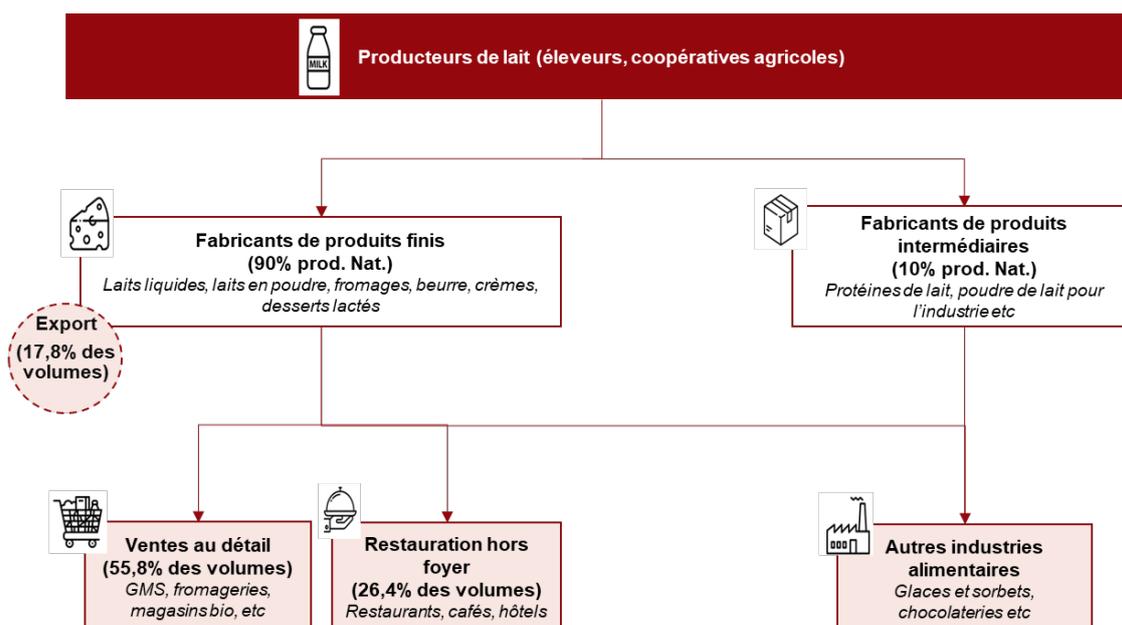
4.1.1 La filière laitière en France

La filière laitière française figure parmi les leaders mondiaux du secteur. La France dispose du 2^{ème} cheptel de vaches laitières d'Europe derrière l'Allemagne et emploie près de 37.000 personnes dans le secteur de la fabrication de produits laitiers.

Le marché des produits laitiers est divisé en deux catégories :

- Les produits finis (laits, fromages, crèmes, beurres, yaourts et desserts lactés) destinés à la grande consommation et à la restauration hors foyer (RHF) ;
- Les produits intermédiaires (poudres de lait et de lactosérum, caséines et caséinates, etc.), principalement utilisés par les industriels de l'agroalimentaire.

SCHEMA SIMPLIFIE DE LA FILIERE LAITIERE

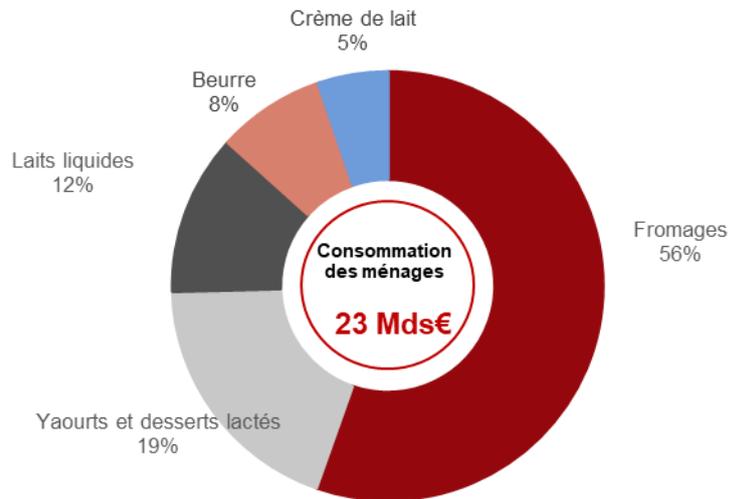


Source : XERFI

4.1.2 Les habitudes de consommation

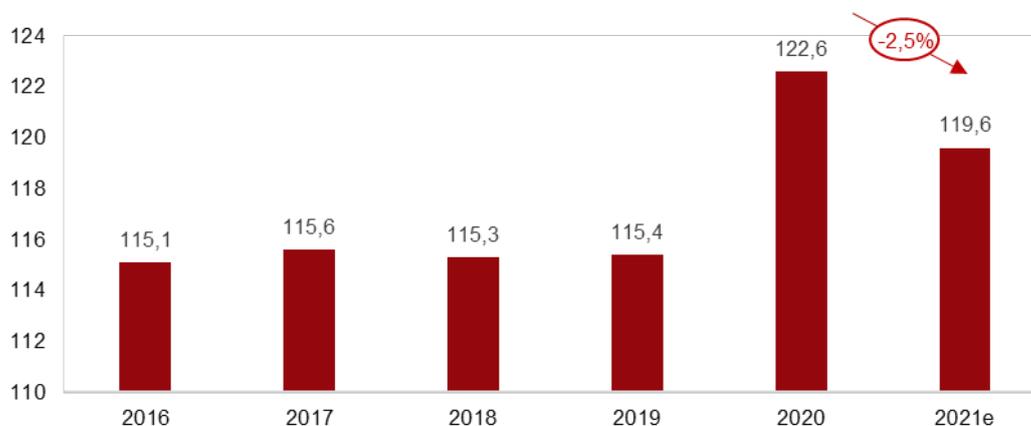
En France, 75% du lait récolté est transformé en produits laitiers grand public (laits, yaourts, desserts lactés, fromages, beurres et crèmes).

REPARTITION DE LA CONSOMMATION DES MENAGES EN PRODUIT LAITIERS PAR SEGMENT EN 2020



Source : XERFI

La consommation des ménages en produits laitiers s'est élevée à plus de 23 Mds€ en 2020. Les ventes en grandes et moyennes surfaces (GMS) de produits laitiers sont composées pour plus de la moitié de fromages. Les autres grands segments des produits laitiers sont les yaourts et desserts lactés (19%) et les laits liquides (12%). Ce dernier a nettement perdu en valeur pendant la décennie passée car il a été très impacté par la remise en cause des bienfaits du lactose pour la population adulte. Les matières grasses à base de lait (beurre et crème) représentent ensemble plus de 13% du marché.

CONSOMMATION DES MENAGES EN PRODUITS LAITIERS (INDICE DE VOLUME BASE 100 EN 2010)

Source : XERFI

Après une année exceptionnelle liée à la crise sanitaire et un effet de stockage, la consommation des ménages en produits laitiers reculera de 2,5% en volume en 2021. Avec le retour (bien que partiel) de la demande sur les circuits professionnels en 2021, les ventes au détail de produits laitiers reculeront, en raison d'un transfert de la consommation à domicile vers la RHF, mais se maintiendront néanmoins à un haut niveau par rapport aux années précédentes.

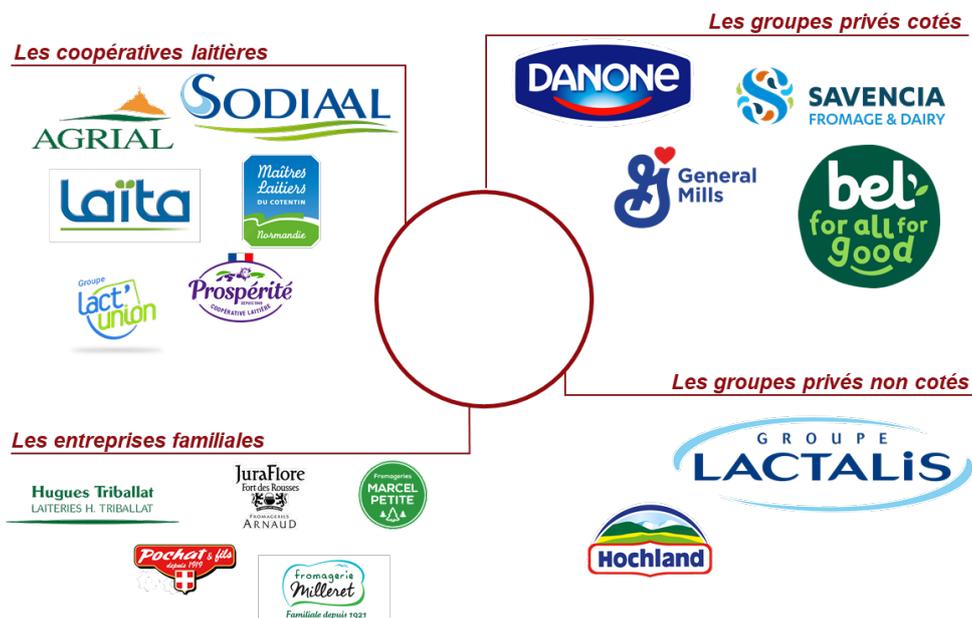
Les ventes dépendent également des modes et habitudes de consommation des ménages. Une attention croissante est portée à l'équilibre nutritionnel et peut entraîner une diminution de la consommation de fromages, riches en gras. De même, la recherche d'authenticité peut induire un report vers les produits artisanaux et stimuler les ventes de fromages sous AOC/AOP⁴. Les efforts d'innovation des fabricants de fromage leur permettent d'élargir la gamme de produits proposés et de répondre aux nouvelles attentes des consommateurs (produits plus sains, plus qualitatifs etc.). Le lancement de nouveaux produits contribue ainsi au soutien de la croissance du marché. Il renforce l'attractivité du fromage tout en justifiant une hausse des prix.

4.1.3 Les acteurs du marché en France

Le secteur est composé de deux grandes catégories d'acteurs : les filiales de grands groupes privés (LACTALIS, DANONE, BEL, SAVENCIA, etc.) et celles des coopératives agricoles (SODIAAL, AGRIAL, LES MAITRES LAITIERS DU COTENTIN, etc.).

⁴ Appellation d'Origine Contrôlée (AOC) et Appellation d'Origine Protégée (AOP).

INTERVENANTS SUR LE MARCHÉ DES PRODUITS LAITIERS ET FROMAGERS EN FRANCE



Source : XERFI et analyses FINEXSI

La fabrication de produits laitiers est dominée par des groupes privés d'envergure internationale. LACTALIS (21,1 Mds€ de chiffre d'affaires en 2020) est le leader mondial du secteur et détient 250 sites de production à travers le monde. Captant 20% de la collecte de lait en France, il est présent sur tous les segments de marché (fromages, beurres, crèmes, laits, etc.) grâce à ses marques fortes telles que PRESIDENT, LACTEL, ou encore SOCIETE. Il est concurrencé sur les fromages par BEL (3,5 Mds€ de chiffre d'affaires en 2020 avec LA VACHE QUI RIT, BABYBEL, BOURSIN, etc.) et SAVENCIA (5,2 Mds€ de chiffre d'affaires en 2020 avec CAPRICE DES DIEUX, LE RUSTIQUE, etc.). De leur côté, les géants de l'alimentaire DANONE (ACTIVIA, DANONE, ACTIMEL, etc.) et GENERAL MILLS (YOPLAIT, PERLE DE LAIT) sont très présents sur les desserts et boissons lactées.

Les principaux concurrents des groupes privés sont les coopératives laitières. Très intégrées en amont de la filière, elles s'occupent de la collecte, la transformation et la commercialisation du lait de leurs adhérents. Le principal groupe coopératif sur le marché des produits laitiers est SODIAAL (4,8 Mds€ de chiffre d'affaires en 2020), qui se positionne au 2^{ème} rang des fabricants du secteur et produit une large gamme de fromages que l'on retrouve sous les marques ENTREMONT et CŒUR DE LION. Depuis le rachat d'EURIAL en 2016, le groupe généraliste AGRIAL (6,0 Mds€ de chiffre d'affaires en 2020) fait également partie des acteurs majeurs du secteur.

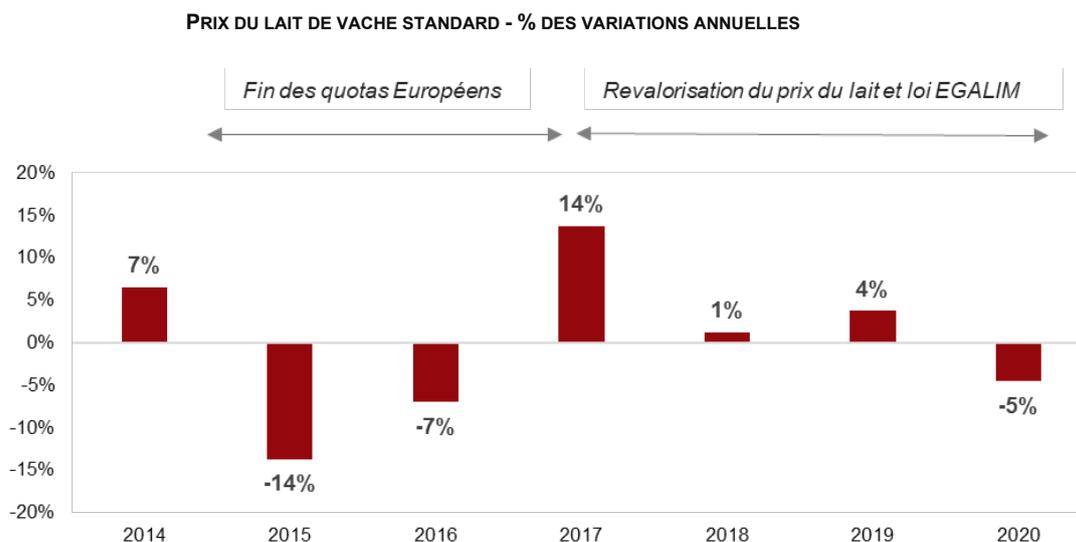
Au-delà de ces acteurs, le secteur abrite un grand nombre de petites structures indépendantes qui produisent en quantités limitées et commercialisent leur production à une échelle locale. Elles sont généralement spécialisées dans les fromages régionaux. Elles profitent depuis quelques années du regain d'intérêt des GMS⁵ pour les produits régionaux.

⁵ Grandes et moyennes surfaces.

4.1.4 Développement à l'international

La présence à l'international reste l'un des principaux enjeux des acteurs du secteur, pour lesquels la recherche d'une taille critique permettant une meilleure absorption des coûts fixes est essentielle. Une partie des investissements capacitaires se concentre sur l'international. Ainsi et afin de réduire leur dépendance au marché domestique, les leaders du secteur optent pour l'implantation industrielle à l'étranger. Cette internationalisation peut passer par la croissance interne. DANONE a, par exemple, annoncé en juillet 2020 un investissement de 100 M€ pour le renforcement de ses capacités de production et de ses ventes sur le marché chinois. Le mode opératoire privilégié est néanmoins le rachat de concurrents étrangers. En tête de liste se trouve le géant du lait LACTALIS qui a réalisé 9 acquisitions à travers le monde en 2019, représentant un chiffre d'affaires cumulé de 1,5 Md€. Ces opérations comprennent notamment le rachat des deux usines aux Etats-Unis du groupe laitier allemand EHRMANN COMMONWEALTH DAIRY ainsi que du groupe brésilien ITAMBE (5 usines et 3 500 collaborateurs). En septembre 2020, ce groupe a également racheté une dizaine de marques de fromages auprès du géant américain de l'agroalimentaire KRAFT HEINZ. Le montant de la transaction s'est élevé à 2,7 Mds€. Le groupe compte ainsi s'imposer rapidement sur les marchés en forte croissance.

4.1.5 L'exposition aux prix des matières premières



Source: Xerfi et analyses Finexsi

La filière du lait est sensible aux évolutions réglementaires encadrant le prix du lait. La suppression des quotas laitiers européens, en avril 2015, a entraîné une baisse importante des prix du lait permettant aux fabricants de produits laitiers de s'approvisionner à moindre coût et d'améliorer leurs performances financières.

En juin 2017, les producteurs ont obtenu une revalorisation significative du prix du lait qui a été consolidée par l'entrée en vigueur fin 2018 de la loi EGalim⁶. Les industriels et distributeurs ont concédé des revalorisations tarifaires sur le lait dont le prix ne résulte plus de la demande, mais de l'offre et des coûts de production, en fonction d'indicateurs économiques transmis par les filières agricoles. En conséquence, les marges des fabricants de produits laitiers se sont dégradées nécessitant une adaptation des principaux acteurs au nouveau modèle. BEL a notamment initié un plan de transformation et d'économies en 2018 afin de s'adapter aux nouvelles mesures réglementaires.

4.1.6 Tendances du marché

4.1.6.1 Impact de la pandémie Covid-19

Le secteur de la transformation de produits laitiers est relativement épargné par la crise sanitaire et ses conséquences économiques liées aux restrictions imposées par les Autorités. Des disparités existent toutefois au sein de l'industrie. Les poids lourds de la filière (LACTALIS, BEL, SODIAAL, LAÏTA, MLC, etc.), qui concentrent la majorité de l'activité et les grandes marques du rayon en GMS, sont les « gagnants » de la crise. Ils disposent, du fait de leur taille, d'une solidité financière qui leur permet de mieux résister à l'érosion ponctuelle de la demande sur certains débouchés. En revanche, les petites structures indépendantes ont plus de difficulté à supporter la crise en raison notamment de la forte dépendance aux circuits de distribution alternatifs (marchés, fromageries, etc.) plus vulnérables et impactés par la crise.

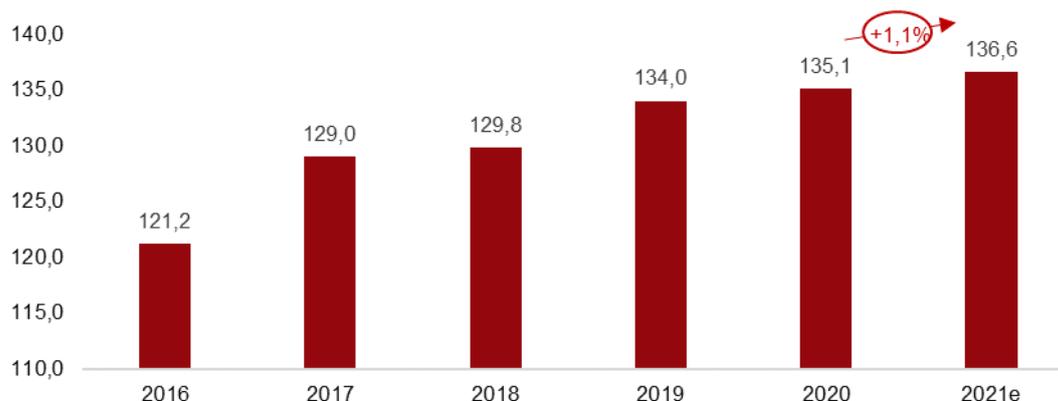
4.1.6.2 Activité en hausse et attentes

La production sectorielle est restée stable en 2020. Les industriels sont parvenus à maintenir leurs ventes en volume grâce à leur moindre exposition aux débouchés les plus touchés par la crise (RHF⁷ et industrie). Sur les marchés étrangers, malgré un contexte défavorable, les exportations françaises de produits laitiers ont légèrement progressé en valeur en 2020 (+0,8%).

⁶ La loi du 30 octobre 2018 pour l'équilibre des relations commerciales dans le secteur agricole et alimentaire et une alimentation saine, durable et accessible à tous (« loi EGalim ») est une loi française qui vise notamment au paiement du juste prix aux producteurs et à l'accès pour tous à une alimentation saine, sûre et durable.

⁷ Restauration Hors Foyer.

CHIFFRES D'AFFAIRES DE LA FABRICATION DE PRODUITS LAITIERS (INDICE DE VOLUME BASE 100 EN 2006)



Source : XERFI

En 2021, le chiffre d'affaires de l'industrie des produits laitiers devrait augmenter de 1,1%, grâce principalement au rebond prévu des ventes sur les circuits RHF en France comme à l'étranger. La demande sera globalement en léger repli sur le marché domestique après une année 2020 exceptionnelle. Les industriels pourront compter sur un mix-produits favorable, avec une hausse des ventes de produits secs mieux valorisés (fromages notamment) aux dépens des laits liquides. Par ailleurs, la demande internationale est répartie sur une bonne dynamique au début de l'année 2021, avec des exportations françaises qui ont progressé de 3,5% sur les cinq premiers mois de 2021. Les industriels pourront également revaloriser leurs tarifs afin de répercuter la hausse de leurs coûts d'approvisionnement dans un contexte d'augmentation des prix des matières premières agricoles.

La reprise de la demande des restaurateurs serait néanmoins lente et partielle en raison du prolongement sur une partie de l'année 2021 des mesures de restriction sanitaire sur leur activité pendant plusieurs mois. Du côté des GMS, après une année exceptionnelle liée au maintien à domicile dans le cadre du télétravail renforcé, les ventes en volume devraient reculer légèrement mais se maintiendront à un niveau nettement supérieur à l'avant-crise. Les besoins des ménages en produits laitiers devraient rester quant à eux élevés en raison du maintien d'une partie de la population à domicile (chômage partiel, télétravail, etc.). Par ailleurs, cette demande sera stimulée par les innovations produits en 2021. Les fabricants chercheront, entre autres, à élargir les gammes de produits au *snacking* et au repas, à l'instar de BEL qui a lancé les palets croustillants LEERDAMMER pour le cœur du repas courant 2020. Les ventes en valeur devraient également progresser grâce à un mix-produits favorable.

Les fabricants de produits laitiers mettront en avant leurs références bio et responsables, mieux valorisées, qui devraient gagner de nouvelles parts de marché.

Sur le marché du fromage en particulier, les fabricants comptent sur la hausse du prix moyen du fromage. Les nouvelles tendances de consommation permettent de faire monter en gamme les produits proposés aux ménages. Les industriels ont lancé des packagings plus respectueux de l'environnement, à l'image de SAVENCIA qui a étendu ses barquettes 100% recyclables aux produits apéritifs. On assiste également au développement des références sur les segments porteurs comme le bio et le *snacking*. Le groupe BEL a ainsi annoncé courant 2020 vouloir proposer du bio sur l'ensemble de ses gammes.

Les tendances historiques du *snacking*, que sont le plaisir et la praticité, doivent désormais cohabiter avec des exigences de qualité nutritionnelle et une consommation responsable. Une demande croissante et durable pour les produits sains, bio, locaux, transparents, tracés, solidaires, naturels et le moins transformés possible est observée sur le marché. Dans cette optique, les acteurs (industriels et marques de distributeur des enseignes) du marché *snacking* continuent d'adapter progressivement leur offre.

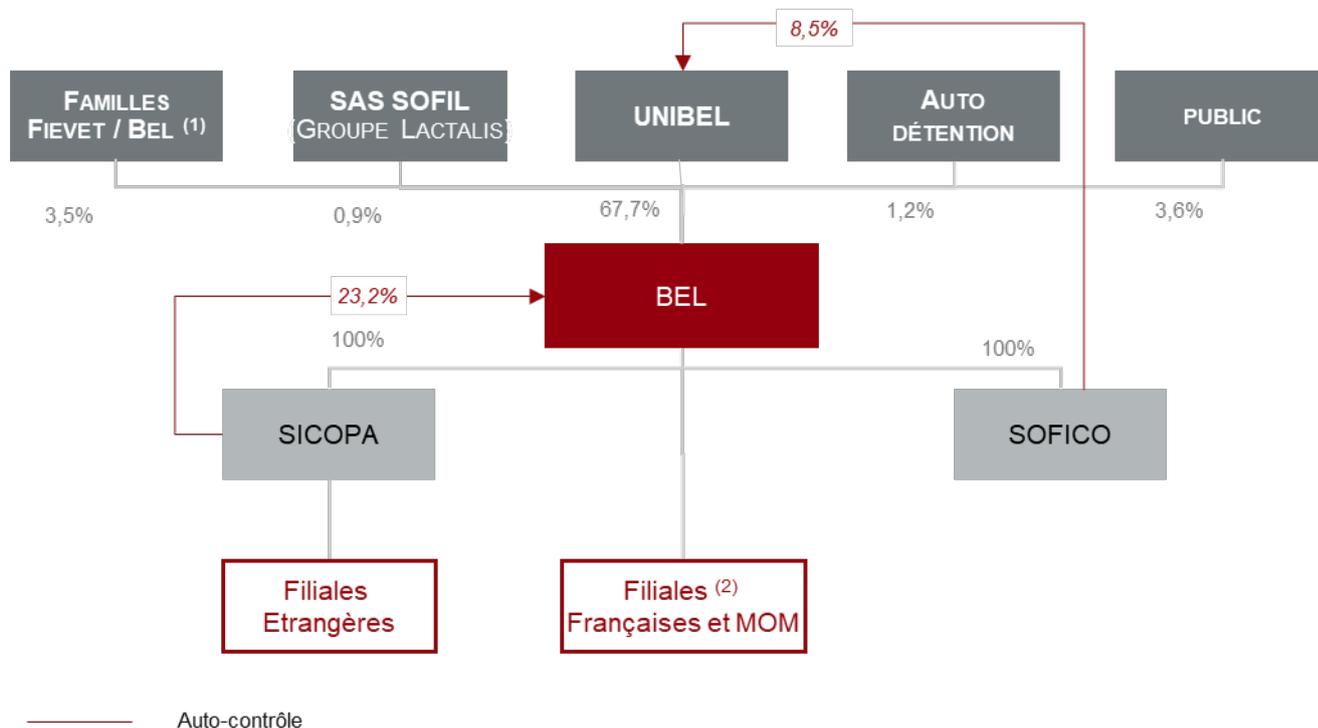
4.1.6.3 Stratégie de croissance

À la recherche de relais de croissance dynamique, les leaders français de la fabrication de fromages partent à la conquête de l'étranger et du végétal. LACTALIS, le leader mondial des produits laitiers, a par exemple racheté en septembre 2020 une dizaine de marques de fromages à l'américain KRAFT HEINZ pour un montant de 2,7 Mds€ dans le cadre de son développement outre-Atlantique. De son côté, BEL a fait l'acquisition d'un acteur du végétal ALL IN FOODS durant l'été 2020 et développe son offre de fromages hybrides et d'origine végétale, à l'instar du lancement de la marque internationale 100% végétale NURISHH en 2021.

4.2. Présentation du Groupe Bel et de ses données financières

4.2.1 Présentation du Groupe Bel

4.2.1.1 Organigramme simplifié de BEL



⁽¹⁾ Ce libellé regroupe les signataires du pacte des actionnaires d'Unibel entré en vigueur le 23 septembre 2013 et les sociétés qu'ils contrôlent.

⁽²⁾ Filiales Françaises ainsi que Bel Syrie et Fromagerie Bel Algérie

Source : Document d'enregistrement Universel 2020 et analyses Finexsi

La société SICOPA détient les titres BEL acquis auprès de la société SOFIL, filiale de LACTALIS, en échange du Périmètre LEERDAMMER. SICOPA a reçu les titres BEL de la part de SOFIL car c'est elle qui détenait l'intégralité des titres des différentes entités du Groupe transférés à SOFIL dans le cadre de l'Echange. Cette opération a été clôturée le 30 septembre 2021. SICOPA étant détenue à 100% par BEL SA, ces titres sont assimilés à de l'autocontrôle.

La société SOFICO, détenue à 100% par BEL SA, détient 8,5% du capital d'UNIBEL, qui elle-même détient 89,5% du capital de BEL après retraitement de la participation de SICOPA dans BEL (23,2%) assimilé à de l'autocontrôle. Cette détention constitue une boucle d'autocontrôle au sein du Groupe dont nous avons tenu compte dans nos travaux d'évaluation (cf. §5.4.1). La société SOFICO n'a pas d'activité opérationnelle et ne détient pas d'autre participation.

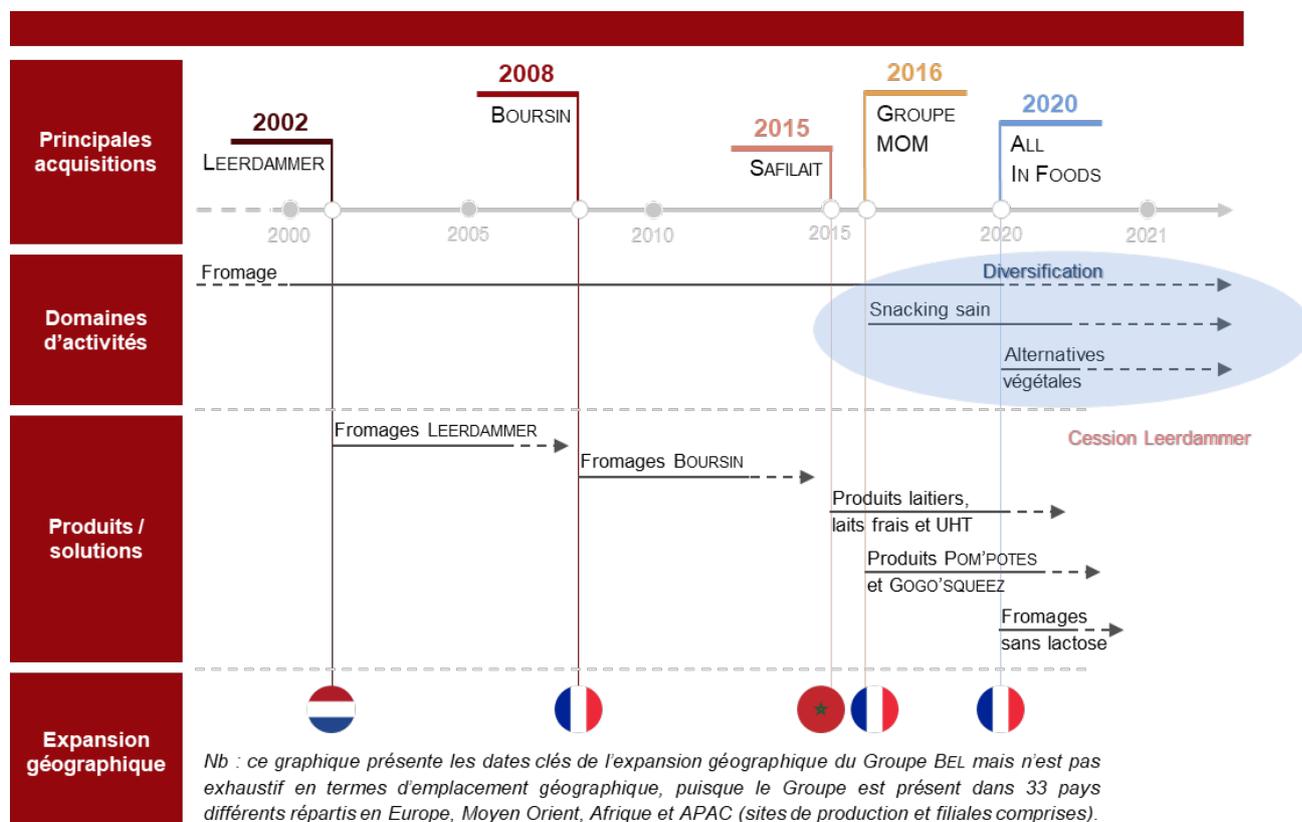
4.2.1.2 Rappel historique

Les origines du Groupe remontent à 1865 lorsque Jules BEL installe à Orgelet, dans le Jura, son entreprise d'affinage et de négoce de comté. En 1904, son fils Léon BEL prend la tête de l'entreprise puis dépose la première marque emblématique du Groupe, LA VACHE QUI RIT, en 1921 et crée la société « FROMAGERIES BEL » l'année suivante.

La société se développe ensuite en France et à l'étranger autour de deux axes :

- Le développement des produits, sous les marques internationales historiques du Groupe et des marques nationales spécifiques. Progressivement le Groupe élargit sa gamme de produits avec notamment les marques BONBEL (1932), BABYBEL (1952), APERICUBE (1960), KIRI (1966), MINI BABYBEL (1977) ou encore PIK ET CROQ (1995) ;
- L'expansion géographique, avec la création de filiales de commercialisation à travers le monde puis l'implantation de centres de production au plus près des lieux de consommation. Le Groupe s'implantera très tôt à l'étranger en installant ses premières usines en Angleterre (avec sa filiale BEL CHEESE) et en Belgique en 1929, avant de s'étendre en Europe, Amérique du Nord, Afrique, Moyen-Orient et Asie-Pacifique.

DATES CLES DU GROUPE BEL DEPUIS 2000 (CHRONOLOGIE NON EXHAUSTIVE)



Sources : Document d'Enregistrement Universel 2020 et analyses FINEXSI

Depuis les années 2000, le Groupe a eu recours à la croissance externe, avec l'acquisition d'entreprises à travers le monde dont les sociétés du groupe néerlandais LEERDAMMER en 2002, les activités relatives à la marque BOURSIN en janvier 2007, la société marocaine SAFILAIT en 2015 ou encore le Groupe MOM en 2016.

En 2015, BEL initie un repositionnement stratégique avec son plan « Big BEL » visant à accélérer sa croissance et sa transformation à horizon 2025 en s'orientant vers le segment porteur du *snacking sain*. Le Groupe va alors allier croissance organique et croissance externe pour réaliser cet objectif, et entame son effort de diversification avec l'acquisition du Groupe MOM en 2016. Le groupe MOM est né en 2006 du rapprochement de MATERNE et MONT BLANC. Il est un acteur majeur du marché du *snacking sain*, notamment en Europe et aux Etats-Unis avec un format de compotes en gourde, commercialisé sous les marques POM'POTES et GOGO'SQUEEZ. S'appuyant sur les similarités entre les deux entités, à savoir leur présence internationale et leur identité basée sur des marques fortes, cette opération marque la volonté de BEL de devenir un acteur majeur à l'échelle mondiale du marché du *snacking sain*.

Dans la dynamique du plan « Big BEL » et dans un contexte de revalorisation du prix du lait, le Groupe déploie en 2018 un nouveau plan de transformation suivi d'un plan d'économies. Le plan de transformation, qui s'est notamment traduit par une baisse des effectifs de FROMAGERIES BEL au siège social à Suresnes, visait à introduire au sein du Groupe une nouvelle structure organisationnelle afin d'adapter et de simplifier le fonctionnement et l'organisation au sein de ses équipes et de son siège social. Le plan de réduction de coûts, visait, quant à lui, à générer des économies à hauteur de 120 M€ d'ici 2020 grâce notamment à des gains en productivité ainsi qu'à l'optimisation des achats et des dépenses de publicité et de promotion.

En 2019, BEL a confirmé sa volonté d'élargir son offre au-delà des produits laitiers, fromagers et fruitiers en investissant dans les produits végétaux. Dans cette perspective, BEL participe en décembre 2019 à la levée de fonds réalisée par la start-up israélienne YOFIX PROBIOTICS LTD qui commercialise des alternatives végétales aux produits laitiers fermentés. En 2020, il acquiert ALL IN FOODS, une start-up française qui propose une large gamme d'alternatives végétales au fromage (tranches et blocs, croûtes fleuries, râpés, tartinables) et de sauces végétaliennes. Ces opérations confirment la volonté du Groupe de diversifier son offre produits pour se développer désormais sur les trois segments complémentaires que sont le laitier, le fruitier et le végétal. En fin d'année 2020, BEL a lancé au Royaume-Uni le premier produit de sa marque 100 % végétale, NURISSH, avant un déploiement international prévu en 2021.

Dans le prolongement de cette stratégie de diversification et de la réduction de la part des produits fromagers dans son chiffre d'affaires, le groupe BEL a cédé en septembre 2021 son activité liée à la production et la commercialisation de sa marque LEERDAMMER à LACTALIS en échange des titres BEL SA détenus par LACTALIS représentant 23,16% du capital. Le groupe BEL se sépare ainsi d'un actif fromager important afin de confirmer son orientation vers le marché du *snacking sain*.

4.2.1.3 L'offre de Bel

CARTOGRAPHIE DE L'OFFRE DU GROUPE BEL



Sources : Site internet Société et analyses FINEXSI

Avec une quarantaine de marques, l'offre du groupe BEL se compose :

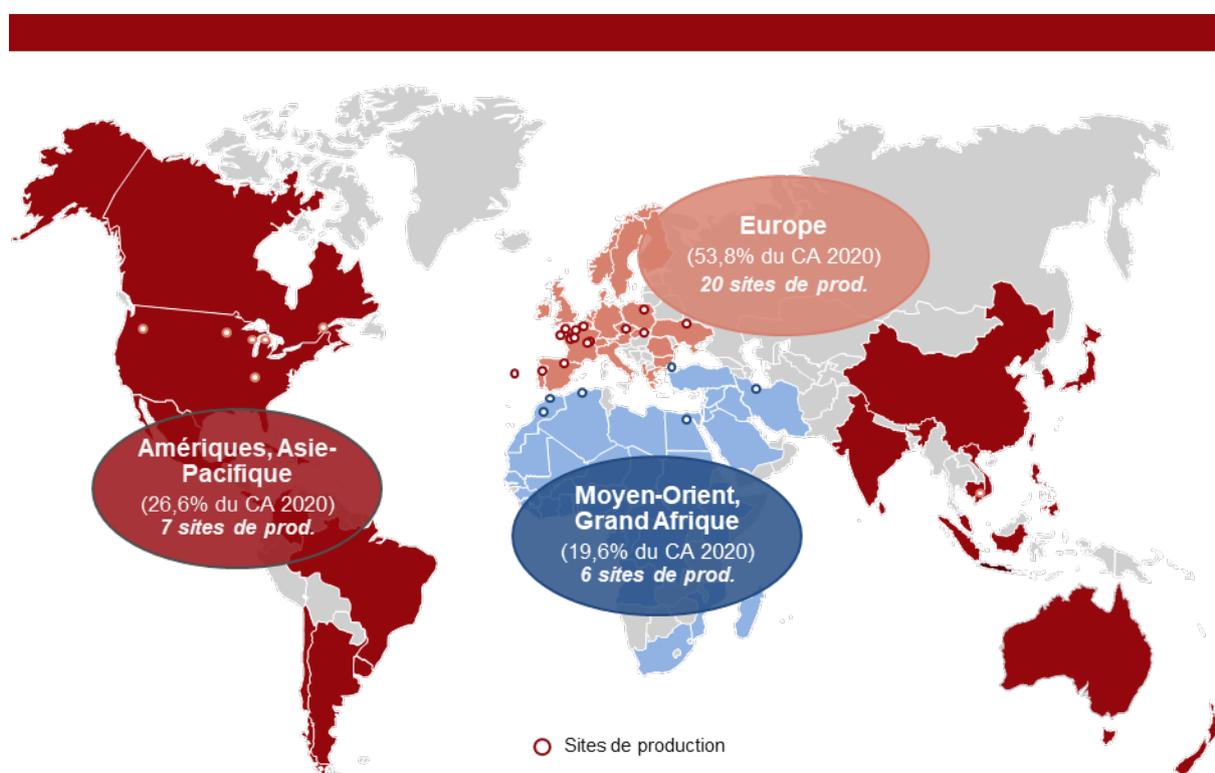
- De ses marques de fromage dites « cœurs » : ce sont les cinq marques qui constituent l'identité du Groupe (VACHE QUI RIT, BABYBEL, KIRI, BOURSIN et APÉRICUBE, après la cession de la marque LEERDAMMER qui faisait partie de cette catégorie). Ces marques sont identifiables par le consommateur par leur forme où leur notoriété et présentent un avantage compétitif majeur pour le Groupe dans la mesure où elles sont difficilement substituables pour le consommateur et le distributeur ;
- D'autres marques de fromages, avec notamment des formats locaux adaptés à des marchés spécifiques ;
- De *snacking* à base de fruits, dont les compotes en gourde de MATERNE commercialisées sous les marques POM'POTES en France et GOGO'SQUEEZ à l'international et notamment aux Etats-Unis, dont l'identité est forte et présentent les mêmes caractéristiques que les marques de fromages dites « cœurs » ;
- De produits laitiers de tous types, comme des crèmes, yaourts, *snacking* à base de lait, laits stérilisés, etc. ; et
- Des alternatives végétales au fromage, spécialité de la start-up ALL IN FOODS acquise par le Groupe en 2020.

4.2.1.4 Les activités du Groupe

Le GROUPE BEL est aujourd'hui un des leaders mondiaux du secteur des fromages et *snacking sain* laitier et fruitier. Avec 12.510 collaborateurs en 2020, il exploite des marques emblématiques internationales (LA VACHE QUI RIT, KIRI, MINI BABYBEL, BOURSIN, POM'POTES et GOGO SQUEEZ) ainsi que plus de 30 autres marques locales.

Les activités du Groupe BEL se répartissent sur 3 principales régions : l'Europe, le Moyen-Orient-Grande Afrique et les Amériques-Asie-Pacifique. Le groupe propose ses produits dans plus de 120 pays. Les pays les plus contributifs à l'activité du Groupe sont la France et les Etats-Unis.

PRESENCE GEOGRAPHIQUE DU GROUPE



Source : Document d'enregistrement Universel 2020, site internet de la Société et analyses FINEXSI

Le modèle de développement du Groupe repose sur ses marques. Elles sont vectrices des valeurs de BEL, en phase avec les attentes des consommateurs en matière d'alimentation et notamment l'exigence de produits sains et responsables.

Les activités du Groupe sont suivies autour de deux segments : les « Marchés Matures » (ou « *Global Markets* ») d'une part, et les « Nouveaux Territoires » (ou « *New Territories* ») d'autre part :

- Les « Marchés matures » comprennent l'Europe (hors MOM), le Moyen-Orient, l'Afrique du Nord, l'Amérique du Nord et l'Asie (hors Chine). Les « Marchés matures » représentent 83% du chiffre d'affaires du groupe BEL en 2020 ;
- Les « Nouveaux Territoires » comprennent quant à eux les activités de MOM et les pays d'Afrique Sub-Saharienne, la Chine, l'Amérique Latine et les DOM-TOM. Les « Nouveaux Territoires » représentent 17% du chiffre d'affaires du groupe BEL en 2020.

Le système de production du Groupe est constitué d'unités importantes à vocations internationales (10 usines assurent 75 % environ de la production totale), ainsi que d'unités plus petites destinées aux marchés locaux. Au 31 décembre 2020, le dispositif industriel de BEL est composé de 33 sites de production en activité répartis sur 17 pays, soit 5 sites supplémentaires par rapport à 2019. L'année 2020 a été notamment marquée par l'acquisition de la start-up ALL IN FOODS et de son unité de production, et l'ouverture de l'usine de Sorel-Tracy au Canada.

Par rapport aux autres acteurs du secteur, l'intensité capitaliste est plus importante chez BEL. Ce niveau d'investissements élevé s'explique, par les caractéristiques des produits BEL avec des formes particulières qui demandent une technicité spécifique et des matériels de production plus coûteux. La production des marques fortes nécessite plus de transformation que les produits plus classiques fabriqués par les concurrents. Ce sont ces investissements qui renforcent l'image forte des marques avec des produits différenciants et qui contribuent à la rentabilité du Groupe.

4.2.1.5 Relations avec les fournisseurs

Les achats du Groupe nécessaires à la production concernent principalement les matières premières laitières (laits, fromages, poudre de lait, beurres, crèmes...) et dans une moindre mesure les matières premières végétales (fruits...) depuis l'acquisition de MOM en 2016 et ALL IN FOODS en 2020.

En 2020, avant la cession du Périmètre LEERDAMMER, le Groupe a collecté près de 2 Mds de litres de lait auprès de plus de 2 500 producteurs situés à proximité de ses sites de production et répartis dans 11 bassins laitiers, dont les Pays-Bas et la France représentent plus de la moitié des volumes. Des contrats sont signés avec les producteurs, les associations de producteurs ou les coopératives qui fournissent du lait dans les pays où le Groupe fabrique des fromages à partir de lait liquide (France, États-Unis, Portugal, Slovaquie, Ukraine...).

En 2020, BEL a notamment renouvelé en France pour la quatrième année consécutive l'accord avec l'ASSOCIATION DES PRODUCTEURS DE LAIT BEL OUEST (APBO) initialement signé en décembre 2017 qui prévoit la garantie d'un prix de référence annuel négocié pour toute l'année 2021 pour le lait acheté aux producteurs de l'APBO, fixé à 350 € pour 1 000 litres.

Concernant les fruits et plus particulièrement les pommes, premier ingrédient de ses compotes, le Groupe MOM s'approvisionne en France, en pommes fraîches exclusivement auprès de vergers labellisés « Vergers Écoresponsables français », ce qui représente environ 42 % du total des approvisionnements en fruits du Groupe. Aux Etats-Unis, le groupe MOM cherche également à promouvoir les pratiques d'agriculture biologique avec un approvisionnement en pommes fraîches labellisées « *Organic* ».

Compte tenu de l'organisation du groupe BEL caractérisée par (i) une présence internationale étendue en termes de réseau de distribution (les produits sont vendus dans plus de 120 pays dans le monde), (ii) une activité de production concentrée dans certains pays (10 usines importantes au niveau mondial) et (iii) des achats réalisés dans les pays producteurs de matières premières, le groupe BEL se trouve fortement exposé au risque de change car les opérations au niveau des différents cycles ne sont pas effectuées dans la même devise. Cette exposition peut avoir une incidence positive ou négative sur l'évolution du chiffre d'affaires et des résultats du Groupe du fait de la volatilité des taux de change.

4.2.1.6 Stratégie du Groupe

En 2015, BEL définit son plan stratégique de rupture « Big BEL » qui vise à faire doubler son chiffre d'affaires à long terme, tout en respectant la stricte discipline financière du Groupe. Pour atteindre son ambition, le Groupe engage une profonde transformation de son modèle, ce qui passe par la modernisation de ses marques et l'accélération des mesures en termes de RSE. Ces objectifs ont été réitérés dans les différents plans stratégiques mis à jour annuellement et notamment dans le plan stratégique en cours présenté aux organes de gouvernance en juillet 2021 qui repose sur quatre piliers d'actions :

- Construire des marques positives, porteuses de valeurs ;
- Accélérer l'innovation positive pour se développer durablement sur chacune de ses catégories - *snacking* - et de relever le défi du végétal ;
- Croître dans des géographies clés pour le Groupe et atteindre une taille critique sur ces nouveaux marchés ; et
- Gagner en présence dans les magasins et sur tous les canaux de distribution, en renforçant son action sur le e-commerce et la restauration hors foyer.

Dans ce cadre, le Groupe a dévoilé sa nouvelle identité d'entreprise en 2019 « *For all, for good* » qui repose sur cinq défis :

- Contribuer à une alimentation plus saine ;
- Promouvoir une agriculture durable ;
- S'engager pour des emballages responsables ;
- Lutter contre le changement climatique et réduire son empreinte environnementale ; et
- Renforcer l'accessibilité de ses produits.

Le Groupe BEL souhaite ainsi se développer en proposant une offre de produits répondant aux attentes grandissantes des consommateurs en matière de respect de l'environnement et de qualité.

A la date de la présente Opération, BEL reste dans une phase de transition afin d'atteindre le modèle d'activité et l'équilibre recherché conformément au « pivotement stratégique » souhaité. Ainsi le Groupe a initié depuis plusieurs années la stratégie décidée dans le plan « Big BEL » mais des réflexions sont en cours sur les modalités envisagées afin d'atteindre les objectifs définis en termes de présence géographique (rééquilibrage de l'activité à parité entre l'Amérique du Nord/Asie, d'une part, et l'Europe/Moyen Orient/Afrique, d'autre part) et en termes de produits (rééquilibrage du chiffre d'affaires à parité entre les produits laitiers et les produits végétaux/fruitiers) à l'horizon 2030.

4.2.2 Présentation synthétique des données financières historiques du Groupe

Nous présentons ci-après les comptes consolidés des exercices, 2017, 2018, 2019 et 2020 ainsi que les comptes consolidés du premier semestre 2021.

Il est précisé que l'exercice 2017 n'est pas pleinement comparable aux exercices 2018 et suivants, dans la mesure où la norme IFRS 16 a été appliquée par le Groupe à partir du 1^{er} janvier 2018.

4.2.2.1 Présentation du compte de résultat

Le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel courant (ci-après « ROC ») sont les principaux indicateurs d'activité du Groupe repris dans sa communication financière.

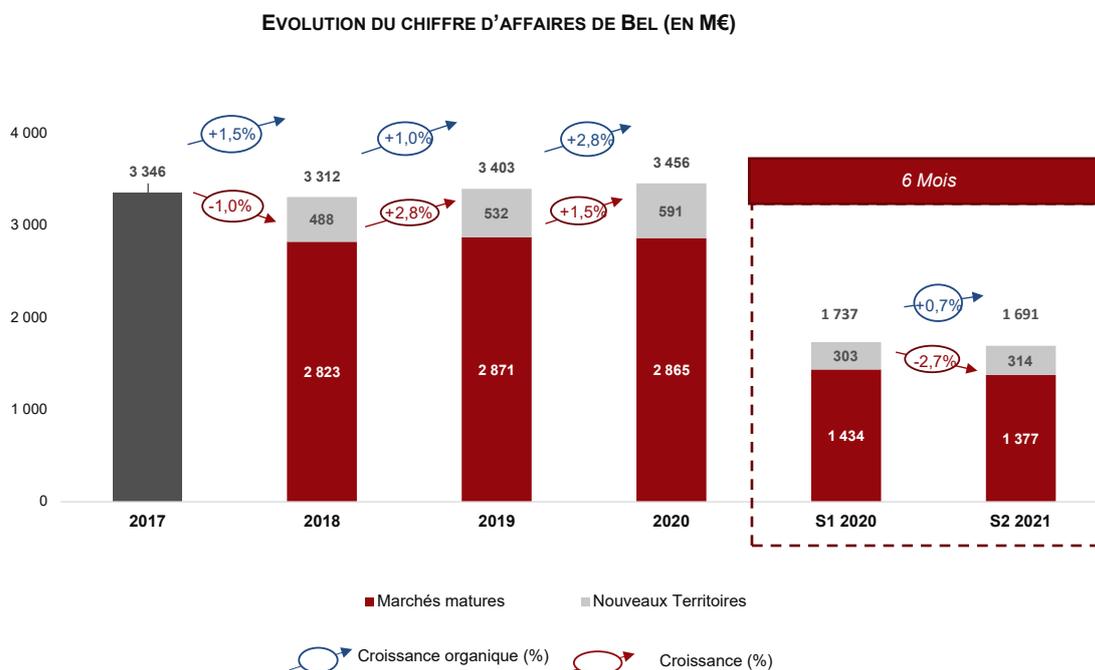
BEL - COMPTE DE RESULTAT CONSOLIDE

en M€	12 mois				6 mois	
	2017*	2018	2019	2020	S1 2020	S1 2021
Chiffre d'affaires	3 346,4	3 311,7	3 403,2	3 455,8	1 736,9	1 690,6
<i>Croissance (en %)</i>	14,0 %	(1,0)%	2,8 %	1,5 %	4,8 %	(2,7)%
<i>Croissance organique</i>	2,3 %	1,5 %	1,0 %	2,8 %	4,3 %	0,7 %
Coût des produits et services vendus	(2 365,2)	(2 402,3)	(2 433,7)	(2 448,2)	(1 219,5)	(1 208,7)
Marge Brute	981,3	909,4	969,5	1 007,6	517,4	481,9
<i>Marge (en %CA)</i>	29,3 %	27,5 %	28,5 %	29,2 %	29,8 %	28,5 %
Frais commerciaux et de distribution	(471,6)	(432,8)	(438,0)	(432,3)	(187,3)	(206,5)
Frais de recherche et développement	(23,3)	(23,7)	(26,7)	(30,5)	(13,6)	(14,4)
Frais généraux et administratifs	(261,5)	(249,9)	(266,6)	(281,3)	(139,4)	(128,9)
Autres charges et produits opérationnels	0,8	0,7	(1,2)	(0,4)	-	1,2
Résultat Opérationnel Courant	225,7	203,6	237,0	263,1	177,1	133,3
<i>Marge (en %CA)</i>	6,7 %	6,1 %	7,0 %	7,6 %	10,2 %	7,9 %
Autres charges et produits non courants	(10,6)	(43,9)	(26,2)	(18,4)	(2,0)	(24,8)
Résultat Opérationnel	215,1	159,8	210,8	244,7	175,1	108,5
<i>Marge (en %CA)</i>	6,4 %	4,8 %	6,2 %	7,1 %	10,1 %	6,4 %
Coût de l'endettement financier net	(24,3)	(28,1)	(26,9)	(25,6)	(16,2)	(11,8)
Autres produits et charges financiers	(12,5)	(2,2)	(1,3)	(1,7)	5,4	(2,0)
Résultat avant impôt	178,3	129,5	182,6	217,4	164,3	94,7
<i>Marge (en %CA)</i>	5,3 %	3,9 %	5,4 %	6,3 %	9,5 %	5,6 %
Charge d'impôt	8,0	(29,4)	(58,4)	(64,5)	(52,8)	(27,2)
Résultat net de l'ensemble consolidé	186,3	100,1	124,2	152,9	111,5	67,2
<i>Marge (en %CA)</i>	5,6 %	3,0 %	3,6 %	4,4 %	6,4 %	4,0 %
Intérêts minoritaires	(6,3)	(3,6)	(2,8)	(9,2)	(6,1)	(0,8)
Résultat net part du Groupe	180,0	96,5	121,4	143,8	105,4	66,4
<i>Résultat net par action (en €)</i>	26,50	14,21	17,88	21,18	15,52	9,84
<i>Résultat net dilué par action (en €)</i>	26,50	14,21	17,88	21,18	15,48	9,84

* En 2017 le chiffre d'affaires du groupe a augmenté de 14% à la suite de l'acquisition du groupe MOM fin 2016.

Sources : Documents d'Enregistrement Universel 2019 et 2020, rapports financiers semestriels 2020 et 2021, documents de référence 2017 et 2018

4.2.2.1.1 Chiffre d'affaires



Sources : Documents d'Enregistrement Universel 2019 et 2020, rapports financiers semestriels 2020 et 2021, documents de référence 2017 et 2018

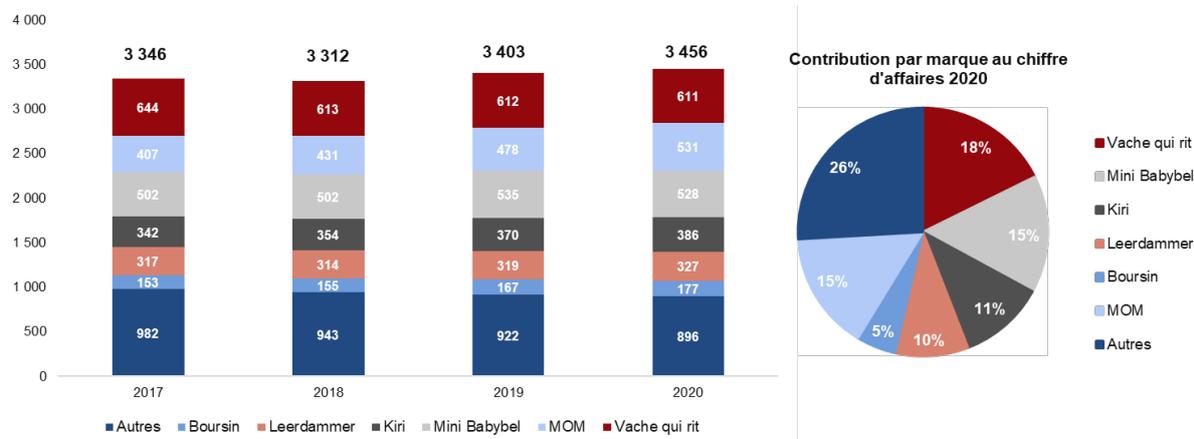
Malgré une légère inflexion en 2018 liée à des taux de change défavorables, le chiffre d'affaires du Groupe BEL progresse entre 2017 et 2020. Ce dernier est en effet passé de 3.346 M€ à 3.456 M€ sur la période, ce qui représente une croissance annuelle moyenne de 1,1% par an.

Depuis 2019, les activités du Groupe sont pilotées autour des deux sous-segments « Marchés matures » et « Nouveaux territoires »⁸. La croissance du chiffre d'affaires a été tirée par les activités « Nouveaux territoires » qui ont progressé en cumul de 21,1% passant de 488 M€ en 2018 à 591 M€ en 2020 (soit une hausse moyenne de 10% par an) illustrant ainsi la volonté du Groupe de développer ses activités sur des nouvelles géographies et le *snacking sain*. Le chiffre d'affaires « Marchés matures » augmente de façon plus limitée, passant de 2.823 M€ à 2.865 M€ sur la période 2018-2020 (+0,7% par an).

Le premier semestre 2021 a été marqué par un recul de l'activité de 2,7% par rapport au premier semestre 2020 en raison principalement d'un impact de change défavorable de -3,9%. La croissance organique s'établit à +0,7% portée par le segment « Nouveaux territoires » (+8,2% de croissance organique par rapport au 1^{er} semestre 2020) et notamment par le dynamisme des activités MOM en France et aux Etats-Unis soutenu par une activité promotionnelle renforcée dans tous les réseaux de distribution.

⁸ Les termes « Marchés matures » et « Nouveaux territoires » sont définis au § 4.2.1.4

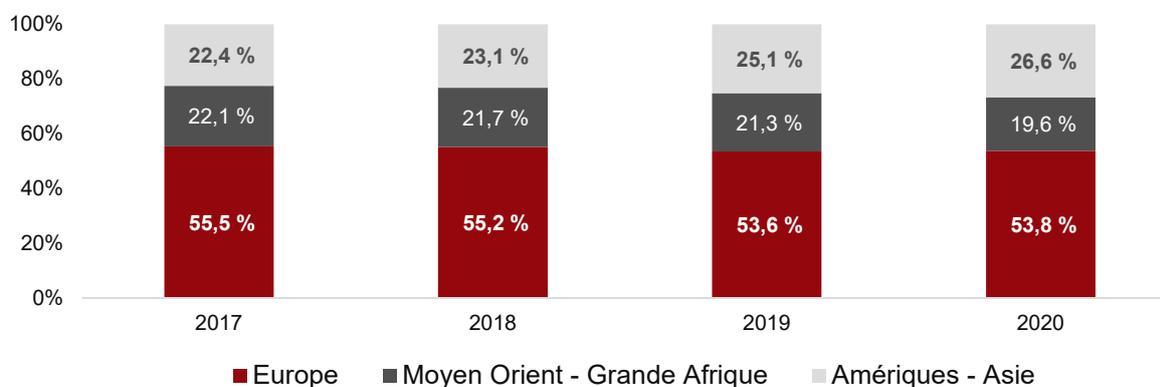
REPARTITION DU CHIFFRE D'AFFAIRES PAR MARQUES/SEGMENTS ENTRE 2017 ET 2020 (EN M€)



Source : Société

Le Groupe BEL enregistre un chiffre d'affaires de 3.456 M€ en 2020 avec une croissance organique de 2,8% par rapport à 2019 qui est portée par le succès des marques phares du Groupe comme BOURSIN, KIRI, LEERDAMMER et GOGO SQUEEZ (MOM) sur l'ensemble de ses marchés. Ainsi les ventes de produits MOM (POM'POTES, GOGO SQUEEZ) atteignent 531 M€ (+53 M€ par rapport à 2019). Les principales marques du Groupe représentent 74% de l'activité du Groupe en 2020.

VENTILATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES DE BEL PAR ZONE GEOGRAPHIQUE ENTRE 2017 ET 2020



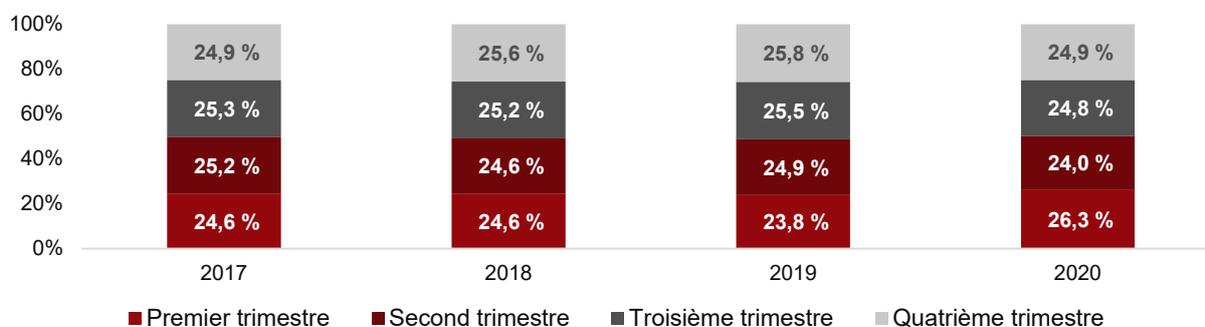
Sources : Documents d'Enregistrement Universel 2019 et 2020, Documents de référence 2017 et 2018 et analyses FINEXSI

En 2020, la région « Europe » a généré 53,8% du chiffre d'affaires du Groupe BEL, les deux principaux pays contributifs sont la France (23,4% du CA 2020) et l'Allemagne (6,8% du CA 2020). Le chiffre d'affaires de cette zone a progressé de 1,9% par rapport à 2019, porté par les activités réalisées en France, au Royaume-Uni et au Benelux qui ont compensé l'environnement commercial et concurrentiel difficile en Allemagne.

La région « Amériques – Asie » pour laquelle la contribution au chiffre d'affaires est passée de 22,4% à 26,6% entre 2017 et 2020, bénéficie de la progression des activités du segment « Nouveaux territoires » du Groupe. Elle représente la zone la plus dynamique du Groupe avec une croissance organique sur le premier semestre 2021 de +6,9% en raison du développement des activités du Groupe aux Etats-Unis et en Chine.

En recul de 1,7 pt en 2020 par rapport à 2019, la contribution au chiffre d'affaires de la région « Moyen-Orient Grande Afrique » a souffert du contexte économique et géopolitique volatile des pays du Levant qui s'est poursuivi sur le premier semestre 2021. Ces difficultés se traduisent par le boycott des produits Français dans les pays du Levant et une barrière à l'entrée renforcée dans les pays d'Afrique du Nord qui privilégient les productions locales.

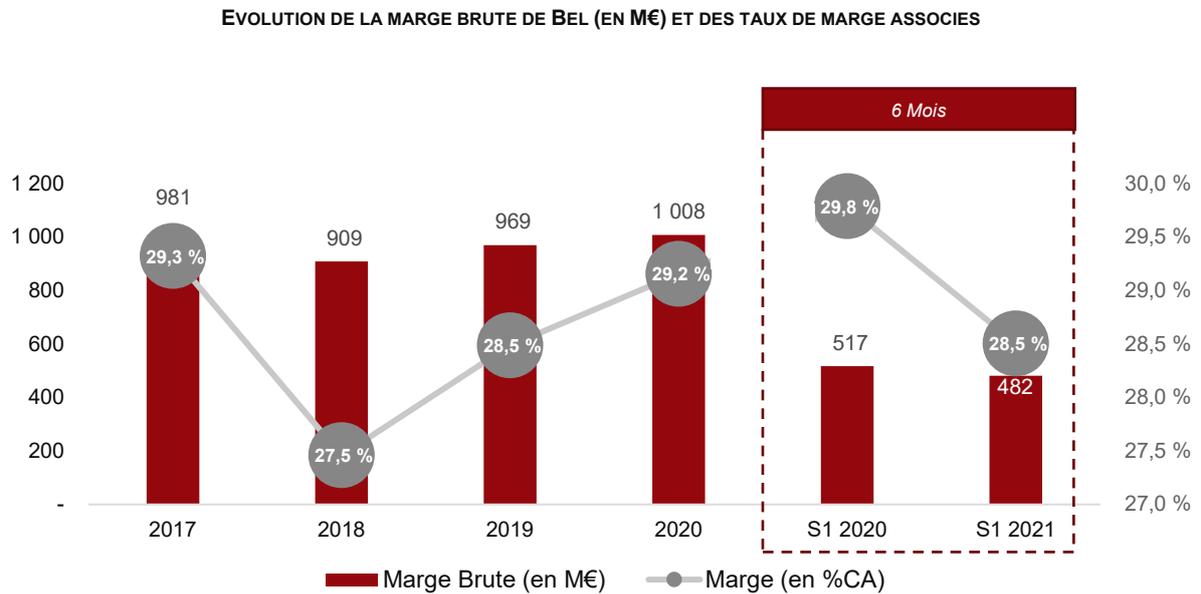
VENTILATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES CONSOLIDE DE BEL PAR TRIMESTRE SUR LA PERIODE 2017-2020



Sources : Rapports d'activité trimestriels 2017 à 2020, Analyses FINEXSI

L'activité du groupe BEL présente peu de saisonnalité. Sur la période 2017-2020, les contributions de chaque trimestre au chiffre d'affaires annuel sont relativement stables à l'exception du premier trimestre 2020 qui a connu un volume de ventes élevé en raison d'un approvisionnement plus important des magasins pour faire face à la demande accrue des consommateurs dans le contexte des premières mesures de restrictions liées à la pandémie de la Covid-19.

4.2.2.1.2 Marge brute



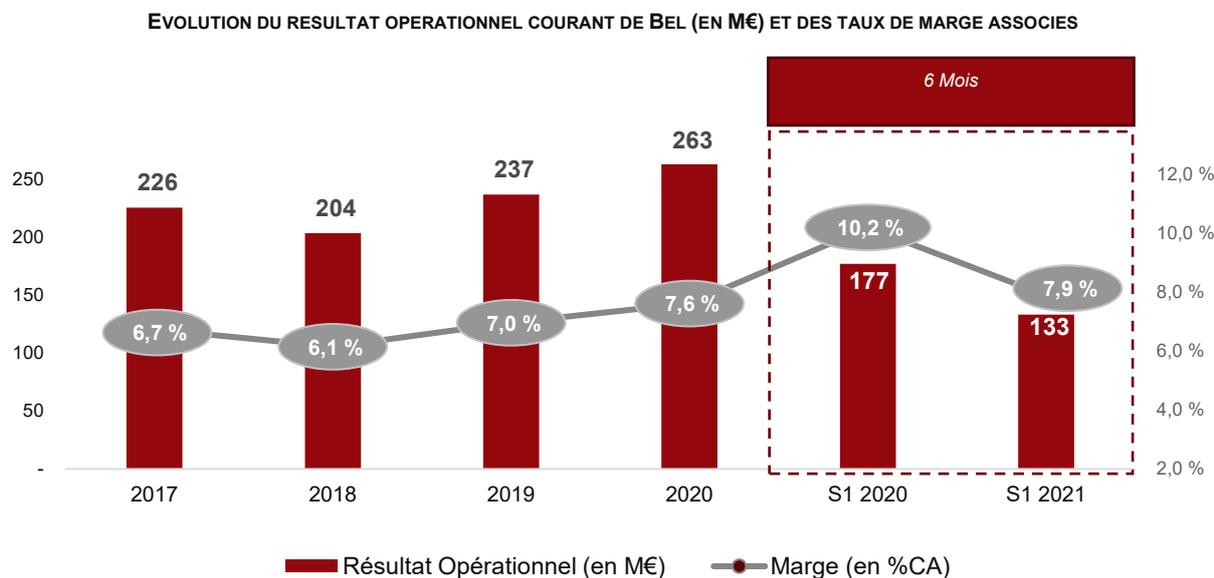
Sources : Documents d'Enregistrement Universel 2019 et 2020, rapports financiers semestriels 2020 et 2021, documents de référence 2017 et 2018

Après s'être dégradée en 2018 en raison notamment de la revalorisation du prix du lait et l'entrée en vigueur de la loi EGalim, la marge brute progresse d'un point en 2019 et de 0,7 point en 2020 (1.008 M€ contre 969 M€ en 2019). L'amélioration à partir de 2019 s'explique par le plan de transformation initié par le Groupe en 2018 qui a permis une meilleure maîtrise des coûts alors que le chiffre d'affaires a progressé (+2,2% par an entre 2018 et 2020).

La marge brute du 1^{er} semestre 2021 est en recul de 1,3 point par rapport au 1^{er} semestre 2020, qui constitue un point haut, notamment, en raison de la hausse du prix des matières premières et de la forte volatilité des devises.

4.2.2.1.3 Résultat opérationnel courant (« ROC »)

Avec le chiffre d'affaires, le résultat opérationnel courant est l'autre agrégat sur lequel communique le Groupe.



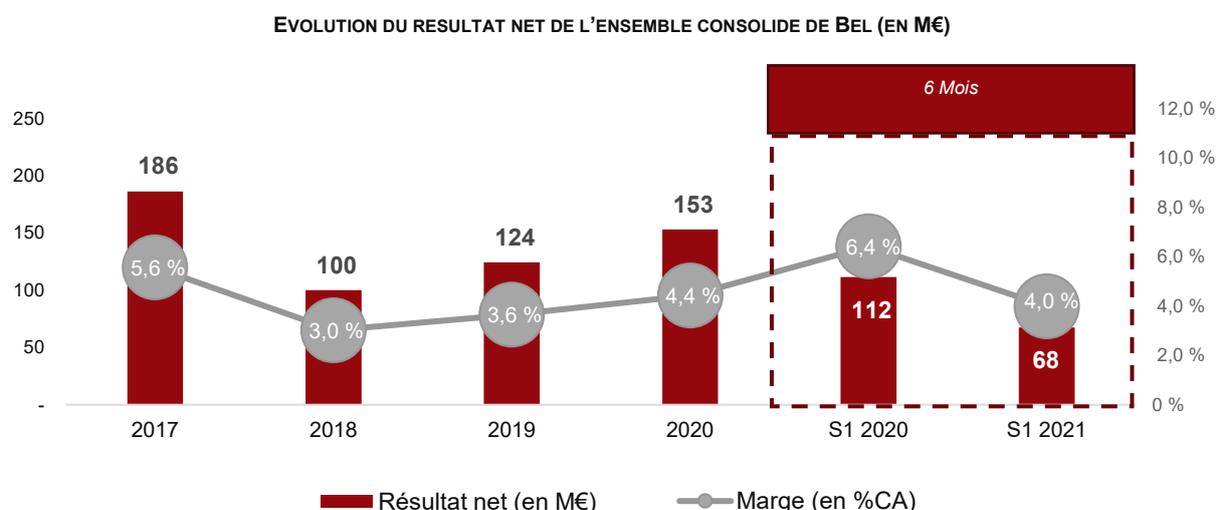
Sources : Documents d'Enregistrement Universel 2019 et 2020, rapports financiers semestriels 2020 et 2021, documents de référence 2017 et 2018

Entre 2017 et 2020, le résultat opérationnel suit globalement la même trajectoire que la marge brute. En 2018, il diminue de 10% en valeur et de 0,6 point en pourcentage du chiffre d'affaires, du fait notamment d'une situation de taux de change défavorable, de la revalorisation du prix du lait et des charges liées au plan d'économie (plan social). La rentabilité opérationnelle est ainsi proche de 6% du chiffre d'affaires.

Le résultat opérationnel s'améliore entre 2019 et 2020, passant de 237 M€ à 263 M€. Malgré les difficultés rencontrées par le Groupe sur certains de ses marchés significatifs (notamment le Levant et l'Algérie), une amélioration de la marge opérationnelle a été possible grâce aux efforts déployés en termes de productivité industrielle et de réduction des coûts dans le cadre du plan de transformation initié en 2018. Déployé pour soutenir les efforts de compétitivité du Groupe au niveau mondial, ce plan a permis une économie de coûts de 120 M€ sur la période 2018-2020, principalement grâce à l'optimisation des achats, des dépenses de publicité et de promotion, des gains de productivité et d'une baisse des frais généraux. Le Groupe affiche une amélioration de 0,9 point puis de 0,6 point de sa marge opérationnelle en 2019 et 2020. Celle-ci s'élève à 7,0% du chiffre d'affaires en 2019 et à 7,6% du chiffre d'affaires en 2020.

Le résultat opérationnel du premier semestre 2021 est en recul de 2,3 points par rapport au 1^{er} semestre 2020. L'amplitude de cette évolution doit être nuancée car la profitabilité du 1^{er} semestre 2020 était particulièrement élevée. En effet, la crise sanitaire liée à la Covid-19 avait incité les consommateurs à stocker des produits chez eux en période de confinement générant un niveau élevé de chiffre d'affaires. Dans le même temps, les dépenses de publicité, promotion et commerciales avaient été réduites. La profitabilité du 1^{er} semestre 2021 a été impactée, comme la marge brute, par la hausse du prix des matières premières et la forte volatilité des devises mais également par une progression de l'activité promotionnelle sur certains marchés.

4.2.2.1.4 Résultat net



Sources : Documents d'Enregistrement Universel 2019 et 2020, rapports financiers semestriels 2020 et 2021, documents de référence 2017 et 2018

Compte tenu de l'évolution du résultat opérationnel, le résultat net se dégrade en 2018 avant de s'améliorer à partir de 2019 et d'atteindre 153 M€ en 2020 (représentant 4,4% du chiffre d'affaires).

Le résultat net au 30 juin 2020 est particulièrement élevé pour les raisons développées ci-avant.

Le premier semestre 2021 présente un résultat net en retrait significatif par rapport aux 6 premiers mois de 2020. Le niveau de profitabilité est également légèrement inférieur à celui observé fin 2020 (4,0% contre 4,4% pour l'année 2020) notamment en raison des dépenses exceptionnelles sur cette période liées à la cession du Périmètre LEERDAMMER.

4.2.2.1.5 Impact de la crise sanitaire sur l'exercice 2020

Au regard de la fluctuation de la demande et afin de limiter les surcoûts opérationnels induits par la gestion de la crise, le Groupe s'est notamment mobilisé afin de gérer de manière active ses stocks et matières premières.

Sur l'ensemble de l'exercice 2020, le Groupe estime que l'impact global de la crise sanitaire sur les ventes est peu significatif, même si des disparités importantes demeurent selon les zones géographiques. Tandis que la consommation locale a été particulièrement soutenue en France, au Benelux, au Royaume-Uni et dans les pays du Golfe, notamment pour les produits permettant de cuisiner à domicile, le Maroc, et dans une moindre mesure l'Europe du Sud, ont été affectés défavorablement, par la pandémie. L'impact estimé en Amérique du Nord est quant à lui neutre.

Dans un contexte de crise associé à une situation géopolitique complexe, les marchés de la région « Moyen-Orient Grande Afrique » se sont particulièrement contractés, notamment au Levant et en Afrique du Nord où la baisse du pouvoir d'achat a été marquée et a conduit les consommateurs à privilégier des produits locaux moins chers.

Il est également à noter que le Groupe n'a eu recours à aucun dispositif d'aide des États tels que les différés de paiement, le PGE ou encore des allègements et reports de loyers.

4.2.2.2 Présentation du bilan

L'évolution du bilan du Groupe BEL sur la période 2017-2021 est présentée après application de la norme IFRS 16 à l'exception de l'exercice 2017 (comme indiqué ci-avant, le Groupe a appliqué la norme IFRS 16 à compter de 2018).

BILAN CONSOLIDE DE BEL

en K€	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20	30-juin-21
Écarts d'acquisition	792,1	796,1	786,3	848,2	814,0
Autres immo. incorporelles	641,5	647,2	649,4	627,7	542,9
Immobilisations corporelles	903,3	959,7	992,2	949,4	879,4
Droit d'utilisation	-	99,1	99,8	105,3	95,6
Investissements financiers	181,1	153,3	123,6	128,4	183,2
Autres actifs financiers	4,4	4,7	10,0	6,3	12,9
Prêts & avances	12,4	11,5	11,8	12,8	12,4
Clients & autres créances	2,2	1,1	1,5	1,2	1,4
Actifs d'impôts différés	10,4	26,8	20,9	15,7	8,7
Actifs non courants	2 547,5	2 699,4	2 695,3	2 695,0	2 550,5
Stocks et en-cours	351,7	365,0	372,6	371,2	353,1
Clients et autres créances	501,9	488,1	506,3	434,2	388,8
Autres actifs financiers	17,0	1,1	5,8	21,5	13,9
Prêts & avances	1,9	2,0	1,3	1,1	1,0
Actifs d'impôts courants	52,4	34,9	34,4	39,6	25,6
Trésorerie et équivalents de trésorerie	470,2	337,2	405,7	590,3	441,3
Actifs courants	1 395,1	1 228,4	1 326,1	1 457,9	1 223,7
Actifs destinés à la vente	-	-	-	-	345,9
Total Actif	3 942,6	3 927,8	4 021,4	4 152,9	4 120,1
Capitaux propres (Part du Groupe)	1 628,7	1 647,7	1 716,4	1 767,9	1 781,2
Intérêts minoritaires	85,4	91,9	93,7	90,8	63,7
Capitaux propres	1 714,1	1 739,6	1 810,1	1 858,7	1 844,9
Provisions	18,4	20,0	6,5	6,1	5,1
Avantages du personnel	80,1	77,2	78,7	79,6	48,9
Passifs d'impôts différés	255,3	250,7	257,3	275,9	258,4
Passifs de location financement (>1 an)	0,5	84,6	83,1	87,9	79,5
Emprunts et dettes financières (>1 an)	912,7	714,4	816,4	850,3	852,9
Autres passifs	46,7	54,8	61,0	63,1	59,2
Passifs non courants	1 313,6	1 201,7	1 303,1	1 362,9	1 304,0
Provisions	6,9	26,4	5,1	5,2	5,6
Avantages du personnel	5,7	4,7	6,3	6,0	1,5
Passifs de location financement (<1 an)	0,6	16,0	19,2	23,1	21,9
Emprunts et dettes financières (<1 an)	186,9	268,5	172,0	204,9	205,6
Autres passifs financiers	2,1	2,7	4,3	-	8,4
Fournisseurs et autres dettes	679,6	626,9	668,0	653,0	566,5
Passifs d'impôts exigibles	31,1	31,7	31,1	28,9	19,9
Concours bancaires et autres emprunts	2,0	9,4	2,3	10,2	2,6
Passifs courants	914,9	986,5	908,2	931,3	831,9
Passifs destinés à la vente	-	-	-	-	139,3
Total Passif	3 942,6	3 927,8	4 021,4	4 152,9	4 120,1

Sources : Documents d'Enregistrement Universel 2019, 2020 et rapport financier semestriel 2021, Documents de référence 2017 et 2018

4.2.2.2.1 Actifs immobilisés

Au 31 décembre 2020, les immobilisations incorporelles du Groupe BEL s'élèvent à 1.476 M€ et se composent principalement de *goodwill* (848 M€) et d'autres immobilisations incorporelles telles que les marques (571 M€), les logiciels (41 M€) et les concessions et brevets (15 M€).

Les principales composantes du *goodwill* du Groupe sont les écarts d'acquisition relatifs aux UGT⁹ BOURSIN (331 M€) et MOM (384 M€). A la suite de l'acquisition de la société ALL IN FOODS en juin 2020, un écart d'acquisition brut de 82 M€¹⁰ a été constaté. A noter qu'au 31 décembre 2020, les effets de la pandémie sont limités et n'ont pas généré d'indice de perte de valeur significative au sein du Groupe. Sur la période 2017-2020, les tests de dépréciation réalisés sur les UGT ont conduit à la constatation de dépréciations limitées portant sur les écarts d'acquisition de BOURSIN-ASIE en 2017 (à hauteur de 3,4 M€) et de SAFILAIT en 2019 et 2020 (à hauteur de 12,5 M€ et 12,7 M€ respectivement).

Les autres immobilisations incorporelles au 31 décembre 2020 sont constituées principalement par les marques acquises, qui se composent essentiellement de LEERDAMMER (88 M€), BOURSIN (92 M€) et du Groupe MOM (343 M€).

Les immobilisations corporelles du Groupe BEL, y compris le droit d'utilisation des actifs loués de 105 M€ reconnu en application de la norme IFRS 16, s'élèvent au 31 décembre 2020 à 1 055 M€ et se composent principalement des installations et matériels industriels du Groupe (588 M€) ainsi que des constructions (236 M€).

Les investissements financiers de 128 M€ sont principalement composés des titres UNIBEL détenus par SOFICO (115,8 M€).

Au 30 juin 2021, dans le cadre de la cession prévue du Périmètre LEERDAMMER, les actifs et passifs relatifs à l'activité LEERDAMMER ont été classés en actifs et passifs destinés à la vente.

⁹ Unités Génératrices de Trésorerie qui sont les groupes d'actifs définis par le Groupe pour lesquels le Groupe suit les écarts d'acquisition.

¹⁰ Ce dernier montant pourra être ajusté dans les 12 mois suivant l'acquisition, comme prévu par la norme IFRS3 révisée.

4.2.2.2 Besoin en Fonds de Roulement

BFR CONSOLIDE DE BEL SUR LA PERIODE 2017-2020

en M€	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20	30-juin-21
Stocks et en-cours	352	365	373	371	353
Clients	383	389	391	337	290
Factoring	50	50	50	50	50
Fournisseurs	(543)	(492)	(510)	(498)	(434)
BFR d'exploitation	242	312	303	260	259
Autres créances	119	99	116	98	99
Actifs d'impôts courants	52	35	34	40	26
Autres dettes	(137)	(135)	(158)	(155)	(133)
Passifs d'impôts exigibles	(31)	(32)	(19)	(21)	(12)
Autres passifs *	(43)	(45)	(50)	(52)	(49)
BFR global (exploitation + hors exploitation)**	202	235	226	169	190

* Seules les dettes envers le personnel constituées des comptes épargne temps et de la dette pour participation aux résultats des salariés des sociétés françaises ainsi que les subventions d'investissements ont été retenues dans les autres passifs

** montant négatif : ressource de financement ; montant positif : besoin de financement

KPIs					
Variation du BFR d'exploitation (en M€)	NA	71	(9)	(43)	(1)
Variation du BFR global (en M€)	NA	33	(9)	(58)	22
BFR d'exploitation (% CA)	7,2%	9,4%	8,9%	7,5%	7,7%
BFR global (en % de CA)	6,0%	7,1%	6,6%	4,9%	5,6%
Créances clients (en jours de CA)	42	43	42	36	

Sources : Documents d'Enregistrement Universel 2019 et 2020, Documents de référence 2017 et 2018, rapport financier semestriel 2021 et analyses FINEXSI

Au 31 décembre 2020, le BFR global s'améliore de 58 M€ par rapport à 2019, passant de 226 M€ à 169 M€. Cette variation s'explique principalement par une baisse de 14% des créances clients qui passent de 391 M€ en 2019 à 337 M€ en 2020. Cette évolution résulte des actions mises en place pour réduire le délai de règlement clients qui passe de 42 jours à 36 jours.

Au 30 juin 2021 le BFR global est relativement stable par rapport à fin décembre 2020. Il représente 5,6% du chiffre d'affaires contre 4,9% en décembre 2020.

4.2.2.3 Structure financière

La dette financière nette avant IFRS 16 fait ressortir une position d'endettement tant à fin décembre 2020 (-473 M€) qu'à fin juin 2021 (-617,5 M€). Après prise en compte de la dette liée aux contrats de location, la dette financière nette post-IFRS 16 s'élève à -718,9 M€ au 30 juin 2021. Il est précisé que la norme IFRS 16 vise à constater à l'actif les droits d'utilisation relatifs aux contrats de location, et à reconnaître en contrepartie au passif une dette locative correspondant à la valeur actualisée des loyers restant à payer sur la durée du contrat.

La hausse de l'endettement financier net au 30 juin 2021 s'explique notamment par l'acquisition de 17,56% de MOM pour un prix de 152 M€. Cette opération s'est effectuée dans le cadre de l'exercice de l'option croisée portant sur la part du capital non acquise par le groupe BEL en 2016, soit 35% du capital. Le solde de 17,5% du capital de MOM restant à ce jour détenu par les dirigeants de MOM fait l'objet d'une promesse de vente consentie à BEL par les managers de MOM devant être exercée au plus tard au 30 Avril 2022.

Ce décaissement futur a été pris en compte dans nos travaux d'évaluation (cf. ci-après).

DETTE FINANCIERE NETTE CONSOLIDEE DE BEL

en M€	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20	30-juin-21
Trésorerie et équivalents de trésorerie	470,2	337,2	405,7	590,3	441,3
Comptes courants actif	0,1	0,9	3,1	2,0	2,2
Emprunts et dettes financières	(1 099,6)	(982,9)	(988,4)	(1 055,2)	(1 058,4)
Concours bancaires et intérêts courus/trésorerie	(2,0)	(9,4)	(2,3)	(10,2)	(2,6)
(Dettes) / Trésorerie financière nette, avant IFRS 16	(631,4)	(654,2)	(581,9)	(473,1)	(617,5)
Dettes relative aux contrats de location	-	(100,6)	(102,3)	(111,0)	(101,4)
(Dettes) / Trésorerie financière nette, après IFRS 16	(631,4)	(754,9)	(684,2)	(584,1)	(718,9)

Sources : Documents d'Enregistrement Universel 2019 et 2020, Documents de référence 2017 et 2018 et rapport financier semestriel 2021 et analyses FINEXSI

Au 30 juin 2021, les emprunts et les dettes financières du Groupe de 1.058 M€ se composent principalement d'emprunts obligataires (752 M€), d'un programme d'émission de *Commercial Papers*, (110 M€), d'un programme de NEU MTN¹¹ (60 M€) et du compte courant avec UNIBEL (32,8 M€).

L'augmentation des emprunts et dettes financières en 2020 s'explique par une émission obligataire privée par le Groupe sous format USPP¹² en droit français de 150 M\$ à échéance 2035. Cette opération a eu lieu afin de renforcer le montant de la dette exprimée en dollars du Groupe et lui permettre ainsi de soutenir la progression de ses activités aux Etats-Unis.

Sur certaines de ses lignes de financement le Groupe BEL s'est engagé à respecter un ratio de levier financier (« *covenant* ») inférieur à 3,75 pendant toute la durée des crédits. Testé deux fois par an, le calcul de ce ratio correspond au montant de la dette nette consolidée¹³ du Groupe divisé par l'EBITDA consolidé du Groupe (calculé sur la base du Résultat Opérationnel Courant). Le non-respect de ce ratio pourrait entraîner l'exigibilité d'une partie significative des lignes de crédit associées. Au 30 juin 2021, le ratio de levier financier¹³ du Groupe BEL s'élève à 2,03 contre 1,45 au 31 décembre 2020.

¹¹ « *Negotiable European Medium Term Note* » qui désigne le marché des titres négociables à moyen terme.

¹² Placements privés sous forme de prêt ou d'obligations destinés à des investisseurs américains.

¹³ Dette de location-financement IFRS 16 comprise.

4.2.2.3 Flux de trésorerie

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE DU GROUPE BEL

en K€	2017	2018	2019	2020	S1 2020	S1 2021
Résultat avant impôts	178,3	129,5	182,6	217,4	164,3	94,8
Ajustements pour éléments non monétaires du résultat	144,3	179,7	153,4	182,1	76,4	95,8
<i>Dont amortissement</i>	<i>94,2</i>	<i>146,0</i>	<i>122,2</i>	<i>158,2</i>	<i>70,0</i>	<i>73,7</i>
Marge brute d'autofinancement	322,6	309,2	336,0	399,5	240,7	190,6
Variation des stocks, créances et dettes courantes	31,3	(38,3)	14,5	32,8	(45,1)	(60,5)
Variation des créances et dettes non courantes	(2,3)	4,7	4,3	(0,9)	(3,1)	(2,8)
Impôts sur le résultat payés	(70,7)	(24,9)	(45,2)	(45,3)	(23,3)	(27,4)
Flux nets de trésorerie générés par les activités op.	280,9	250,7	309,6	386,1	169,2	99,9
Acquisitions d'activités	(0,3)	0,0	(5,2)	(61,5)	(55,9)	(158,6)
Cessions d'activités	-	0,0	-	-	-	1,1
Acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	(152,4)	(176,9)	(153,0)	(120,6)	(57,2)	(60,2)
Cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	17,7	1,4	0,9	0,9	0,2	2,0
Subventions d'investissement encaissées	0,1	0,1	3,7	5,4	2,9	0,5
Acquisitions d'actifs financiers	(7,4)	(5,1)	(7,6)	(6,1)	(1,2)	(2,2)
Cessions d'actifs financiers	9,5	4,8	8,6	1,6	0,3	2,3
Dividendes reçus	3,0	2,5	2,3	2,2	1,8	2,3
Flux nets de trésorerie liés aux opérations d'inv.	(129,8)	(173,3)	(150,5)	(178,1)	(109,1)	(212,8)
Dividendes versés	(70,3)	(50,5)	(36,1)	(26,3)	(23,8)	-
Intérêts payés	(24,2)	(24,1)	(22,3)	(19,7)	(12,5)	(9,8)
Charges d'intérêts – droits d'usage	-	(4,0)	(4,6)	(5,9)	(3,6)	(2,0)
Part capital de passif de loyers remboursés	(0,4)	(12,7)	(12,8)	(18,1)	(9,4)	(8,7)
Variation des comptes courants avec les entités hors périmètre	16,2	7,6	(12,9)	(12,8)	(4,8)	(31,3)
Achats/cessions d'actions propres	(0,8)	(2,4)	(0,3)	(0,1)	-	(0,1)
Émissions d'emprunts et dettes financières	518,6	72,3	242,6	293,2	67,6	144,2
Remboursements d'emprunts et dettes financières	(422,2)	(198,4)	(230,8)	(231,6)	(159,2)	(120,8)
Flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement	16,8	(212,2)	(77,2)	(21,3)	(145,7)	(28,5)
Variation nette de la trésorerie	167,9	(134,9)	81,9	186,7	(85,6)	(141,4)
Trésorerie nette à l'ouverture	304,9	468,2	327,8	403,4	403,4	580,1
Incidence des variations des cours des devises	(4,5)	(5,6)	(6,3)	(9,9)	(0,9)	3,2
Trésorerie nette à la clôture	468,2	327,8	403,4	580,2	316,9	441,9

Sources : Documents d'Enregistrement Universel 2019 et 2020, Documents de référence 2017 et 2018 et rapports semestriels au 30 juin 2020 et 30 juin 2021

■ Flux de trésorerie issus des activités opérationnelles

Après une baisse en 2018 due à un recul du résultat net, la génération de flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles a augmenté entre 2018 et 2020, passant de 251 M€ à 386 M€. Cette progression s'explique principalement par l'augmentation de la marge brute d'autofinancement de 90,3 M€ ainsi que de l'incidence favorable de la variation du BFR (+18 M€ en 2019 et + 32 M€ en 2020).

Au 30 juin 2021, le Groupe a généré 99,9 M€ de trésorerie à travers ses activités opérationnelles, en baisse de 41% par rapport au premier semestre à 2020 en raison d'un recul de la marge brute d'autofinancement de -50 M€ du fait des difficultés rencontrées au cours de cette période (cf. ci-avant) et une dégradation accentuée du BFR (-63,3 M€ au premier semestre 2021 comparé à -48,2 M€ au premier semestre 2020).

■ Flux de trésorerie issus des activités d'investissements

Au 31 décembre 2020, les flux d'investissements du Groupe s'élevaient à -178 M€, soit une progression de 18,4% par rapport à 2019, en lien avec l'acquisition de ALL IN FOODS en juin 2020.

Préalablement, sur la période de 2017 à 2019, les flux d'investissement sont compris entre -130 M€ et -173 M€ et concernent principalement les dépenses pour l'amélioration de la qualité des produits et de la sécurité dans les usines en France, et l'augmentation des capacités de production dans les sociétés du groupe MOM.

Au 30 juin 2021, les flux d'investissement atteignent -213 M€ contre -109 M€ au 1^{er} semestre 2020. Cette différence s'explique notamment par l'acquisition sur la période de 17,5% complémentaires dans le capital de MOM pour 152 M€.

■ Flux de trésorerie issus des activités de financements

En 2020, les flux liés aux activités de financement s'élèvent à -21 M€ (contre -77 M€ en 2019). Cette amélioration s'explique par de nouveaux emprunts contractés à hauteur de 293 M€ (contre 243 M€ en 2019) en lien avec l'émission obligataire de 150 M\$ effectuée en 2020. Par ailleurs les remboursements d'emprunts restent stables par rapport à 2019 (-232 M€ contre -231 M€ en 2019).

Au premier semestre 2021 les flux liés aux activités de financement s'élèvent à -28,5 M€. Il n'y a pas eu de variation significative des engagements financiers sur la période.

4.3. Matrice S.W.O.T de Bel

Les forces et faiblesses de BEL, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles le Groupe est confronté sur ses marchés sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

MATRICE SWOT DU GROUPE BEL

Forces

- Portefeuille de marques historiques fortes :
 - dont certaines ont une présence mondiale
 - non substituables pour certaines
- Activité globalement résiliente en période de crise
- Savoir faire marketing et industriel (détention de la majeure partie de l'appareil productif, dont les sites de productions sont proches des principaux bassins laitiers)
- Diversification initiée vers le snacking sain recherché par les consommateurs avec le rachat de MOM en 2016
- Mobilisation autour des enjeux RSE

Faiblesses

- Taille critique insuffisante (développement à l'international et concurrence) sur plusieurs marchés
- Volatilité du prix des matières premières laitières
- Absence de relais de croissance significatifs identifiés à ce jour en dehors de MOM
- Exposition forte aux variations de taux de change compte tenu de son organisation (achats, transformation, commercialisation)
- Présence sur des marchés présentant des risques géopolitiques et/ou à faible pouvoir d'achat
- Faible « pricing power »

Opportunités

- « Pivotement »/ rééquilibrage stratégique progressif vers :
 - des géographies à potentiel de croissance (Chine...)
 - des produits répondant aux tendances de marché des produits sains à base de fruits et de végétaux (dans la continuité de MOM – snacking sain)
- R&D/capacité d'innovation (produits hybrides laitiers/végétaux, Boursin 100% végétal...)

Menaces

- Baisse du marché laitier du « fondu »
- Concurrence des acteurs sur les sociétés cibles limitant les possibilités de croissance externe (peu de cibles et prix élevés)
- Risque sur les modalités de réalisation du « pivotement » stratégique du Groupe et notamment le rééquilibrage en termes de produits

Source : Analyses FINEXSI, Société

5. Evaluation des actions de la société Bel

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de la société BEL, dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

Pour information, l'actif net comptable consolidé de BEL (part du groupe) au 31 décembre 2020 s'établit à 1.768 M€ et au 30 juin 2021 à 1.781 M€, soit respectivement une valeur par action de 275,6 € et 277,7 € sur une base diluée et avant la cession du Périmètre LEERDAMMER qui a été réalisée le 30 septembre 2021.

5.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et lorsque les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de la société BEL.

5.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Concernant BEL, nous ne retiendrons pas cette méthode dans la mesure où les montants distribués sont variables dans le temps et où elle apparaît moins pertinente que l'approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) que nous avons mise en œuvre (cf. ci-après). Pour information BEL n'a pas proposé de distribution de dividendes au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020.

Remarques des actionnaires minoritaires sur la politique de dividendes :

Les actionnaires minoritaires B, F et G¹⁴ notent que le groupe BEL n'a pas versé de dividendes aux actionnaires au titre de l'année 2020. Ils indiquent que cette absence de dividende était de nature à inciter les actionnaires minoritaires à apporter à l'OPRA initialement prévue.

Analyse de l'expert indépendant

Cette remarque ne remet pas en cause le fait que l'approche par les dividendes, difficile à mettre en œuvre, serait redondante avec la méthode de DCF que nous mettons en œuvre. Par ailleurs, l'absence de distribution de dividende n'affecte pas la valeur puisqu'il est tenu compte de la structure financière et de la trésorerie active, celle-ci étant supérieure en l'absence de distribution de dividendes.

5.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettant de valoriser la société BEL sont à retenir.

5.1.5 Objectifs de cours de bourse des analystes

La société BEL n'est pas suivie par des analystes compte tenu de la taille très limitée de son flottant, cette méthode ne trouve également pas, par conséquent, à s'appliquer.

5.2 Approche par la somme des parties étudiée en réponse aux observations des minoritaires

A la suite des observations des actionnaires minoritaires, nous avons également étudié une approche par la somme des parties mise en avant dans leurs courriers et par le conseil technique de l'actionnaire D.

L'approche par la somme des parties consiste à valoriser BEL sur la base de l'évaluation séparée des ensembles présentant les activités distinctes qui composent le Groupe.

La stratégie de diversification des activités engagée par BEL pourrait conduire à examiner la valeur du Groupe en procédant à une évaluation distincte des activités avec, d'une part, le groupe MOM acteur du *snacking sain*, et, d'autre part, le reste du Groupe, soit BEL secteur fromager. Mais cette méthode trouve sa limite sur plusieurs points.

¹⁴ Dans leurs courriers du 29 mars 2021 (F), 30 mars 2021 (B) et 31 mars (G).¹⁵ la stratégie mise en œuvre vise à atteindre, par le biais d'acquisitions ciblées, une taille critique.

Tout d'abord, le groupe BEL n'est pas une société de portefeuille qui a vocation à arbitrer ses actifs. A ce titre, la cession du Périmètre LEERDAMMER constitue un événement particulier.

Par ailleurs, il convient de relever que les activités de MOM sont d'ores et déjà intégrées au sein du Groupe, pour partie, en termes d'organisation et de dépenses de structure. Cette stratégie sera renforcée dans la durée car BEL a la vocation d'être un groupe intégré permettant de dégager des synergies entre les activités qui le composent. Ainsi, les ensembles constituant le Groupe ne fonctionnent pas de manière autonome.

La valeur du Groupe ne peut par conséquent pas être appréciée par la sommation de la valeur qui serait déterminée séparément pour chacune des activités en considérant que celles-ci sont autonomes et ont une valeur qui leur est propre. En effet, une cession « par appartement » d'ensembles non autonomes se traduirait inévitablement par des coûts liés entre autres aux disynergies que cela impliquerait et qu'il conviendrait de prendre en compte. Ils auraient pour conséquence de minorer la valeur.

Nous ne sommes pas en mesure d'apprécier et d'estimer ces disynergies concernées. Dès lors il n'apparaît pas possible de déterminer de façon satisfaisante une valeur du groupe BEL selon cette approche.

Enfin, l'objectif stratégique actuel n'a pas vocation à conduire à des cessions d'actifs majeurs ainsi que cela nous a été confirmé par l'Initiateur et le management de BEL, lesquelles mettraient en cause sa taille critique¹⁵. De telles cessions accentueraient les problèmes de taille et seraient contraires aux objectifs affichés d'expansion du Groupe¹⁶.

Le choix de cette méthode au-delà des difficultés qu'elle représente dans sa mise en œuvre n'apparaît ainsi pas conforme à la stratégie de BEL qui vise à une intégration renforcée de ses activités et l'atteinte d'une taille critique.

En revanche, nous avons retenu la méthode des transactions comparables (voir ci-après) qui permet d'examiner le prix que le Groupe pourrait atteindre dans un contexte d'une cession globale et dont serait susceptible de bénéficier l'actionnaire. Cette méthode est cependant présentée à titre indicatif puisqu'un tel scénario est exclu par l'Initiateur et le management de BEL et ne correspond pas à celui de l'Offre sur les actions de BEL.

¹⁵ la stratégie mise en œuvre vise à atteindre, par le biais d'acquisitions ciblées, une taille critique.

¹⁶ Cette volonté d'expansion est illustrée par la souscription d'un emprunt obligataire en 2020 pour financer son développement aux Etats-Unis et l'objectif de croître sur de nouveaux marchés. Il convient également de rappeler que le Groupe a renforcé sa participation dans MOM (acquisition de 17,5% du capital en avril 2021 et le solde restant détenu par les actionnaires minoritaires devant être acquis en avril 2022).

5.3 Critères d'évaluation retenus

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend pour BEL les références et méthodes d'évaluation suivantes :

A titre principal, nous avons mis en œuvre l'approche correspondant à :

- La méthode intrinsèque selon l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash Flow* (« DCF »).

A titre secondaire, nous avons mis en œuvre l'approche consistant en :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés pour des sociétés cotées comparables.

À titre indicatif, nous présentons également :

- La référence au cours de bourse de BEL ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés lors de transactions intervenues sur des sociétés comparables ;
- La valeur par transparence sur la base du cours de bourse d'UNIBEL.

5.3.1 Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF) - A titre principal

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de BEL.

Le plan d'affaires retenu correspond au Plan Stratégique du groupe BEL. Il couvre la période 2021-2024. L'année 2021 correspond au budget réestimé de l'année en cours. Il a fait l'objet d'une présentation formelle aux organes de gouvernance de BEL lors du comité exécutif qui s'est tenu le 1er juillet 2021.

Le Plan Stratégique communiqué par la Société représente à ce jour la meilleure estimation de son management concernant les perspectives de développement de BEL et tient compte de la cession du Périmètre LEERDAMMER annoncée en mars 2021 et dont la réalisation est intervenue le 30 septembre 2021.

L'évaluation de BEL présentée ci-après a été réalisée sur la base de ce plan d'affaires établi sur une base autonome, après prise en compte de la cession du périmètre LEERDAMMER et sans croissance externe à l'exception de l'acquisition du solde de la participation minoritaire (17,5% du capital) de MOM attendue au plus tard en avril 2022.

Les principales hypothèses du Plan Stratégique figurent au § 5.4.1.1 présentant la mise en œuvre du critère du DCF et de la construction de ces flux pour intégrer un niveau de risque adéquat quant à leur réalisation.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital, déterminé en fonction des caractéristiques des activités de BEL.

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires sur la base d'un flux de trésorerie normatif actualisé à l'infini, en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux. Au cas présent le Plan Stratégique de la Société arrivant à échéance en 2024 a fait l'objet pour nos travaux d'une période de prolongation sur 5 années supplémentaires, à l'issue de laquelle a été déterminé le flux de trésorerie normatif.

5.3.2 Comparables boursiers - A titre secondaire

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous n'avons pas retenu le multiple d'EBITDA dans la mesure où l'intensité capitalistique de BEL est plus importante que pour les comparables boursiers retenus¹⁷. Ce niveau d'investissement plus élevé s'explique par les caractéristiques de la majorité des produits BEL dont la production demande une technicité spécifique et des équipements industriels plus coûteux car elle nécessite un processus de transformation plus élaboré que les articles plus classiques produits par les concurrents. Ces investissements nécessaires renforcent l'image des marques et leur forte notoriété qui contribuent aussi à la profitabilité opérationnelle du Groupe. Dans le cadre de nos travaux nous avons constaté que le niveau d'investissement du groupe BEL exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires est sensiblement supérieur à celui observé historiquement pour les sociétés comparables cotées, dans des proportions telles qu'une approche par les multiples de l'EBITDA est, selon nous, non pertinente et aboutirait à des résultats biaisés.

Nous avons donc retenu le résultat opérationnel courant (ROC) qui est l'agrégat de profitabilité opérationnelle le plus pertinent, il est par ailleurs retenu par BEL dans sa communication financière. La pertinence d'un multiple de ROC a par ailleurs été renforcée depuis l'introduction de la norme IFRS 16.

Nous avons appliqué aux ROC 2021e, 2022e et 2023e de BEL, les multiples observés sur les mêmes périodes pour l'échantillon constitué des sociétés comparables cotées.

¹⁷ A titre informatif le niveau d'investissement moyen des comparables en pourcentage du chiffre d'affaires sur les 5 dernières années est de 2,8% contre 4,4% pour BEL.

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres hors incidence de la norme IFRS 16 par cohérence avec celui retenu selon la méthode DCF puisque l'agrégat retenu est le ROC.

Il convient de préciser que nous n'avons pas identifié de sociétés cotées pleinement comparables à BEL. De plus la phase de transition vers un modèle de produits dits de « *snacking sain* » à base de fruits et de végétaux est propre à BEL. Il existe également des différences notables en termes d'évolution de chiffre d'affaires, de niveau de profitabilité opérationnelle, d'intensité capitalistique, de localisation des activités et d'empreinte industrielle par rapport à ses marchés.

Dans ces conditions, les résultats ressortant de la mise en œuvre de ce critère sont présentés à titre secondaire uniquement.

5.3.3 Cours de bourse – à titre indicatif

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidités suffisantes.

Les actions de BEL sont cotées sur le compartiment A du marché de Euronext Paris (code ISIN FR0000121857).

Analyse de la liquidité de l'action de BEL

Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'Opération, soit celui du jeudi 18 mars 2021 (la publication du communiqué mentionnant un prix de 440 €¹⁸ par action étant intervenue le vendredi 19 mars 2021 avant ouverture de la bourse), les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent se présentent comme suit sur différentes périodes allant jusqu'à 24 mois :

BEL – Analyse des cours moyens pondérés par les volumes (cours de clôture) au 18 mars 2021

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Volumes échangés (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
		Moyens	Cumulés	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (18/3/2021)	372,00	0,070	0,1	26,1	26,1	0,00 %	0,00 %	0,03 %	0,03 %
CMPV 1 mois	361,86	0,097	1,8	35,0	665,8	0,00 %	0,03 %	0,04 %	0,75 %
CMPV 60 jours	344,35	0,072	3,8	24,6	1 305,1	0,00 %	0,06 %	0,03 %	1,54 %
CMPV 3 mois	343,48	0,068	3,9	23,4	1 336,1	0,00 %	0,06 %	0,03 %	1,58 %
CMPV 6 mois	327,71	0,062	6,9	20,3	2 277,6	0,00 %	0,10 %	0,03 %	2,82 %
CMPV 12 mois	311,42	0,056	11,5	17,4	3 575,2	0,00 %	0,17 %	0,02 %	4,66 %
CMPV 24 mois	296,41	0,059	24,4	17,4	7 238,3	0,00 %	0,36 %	0,02 %	9,92 %

*Les CMPV sont calculés à compter de la date d'annonce

Sources : Euronext, Capital IQ et analyses Finexsi

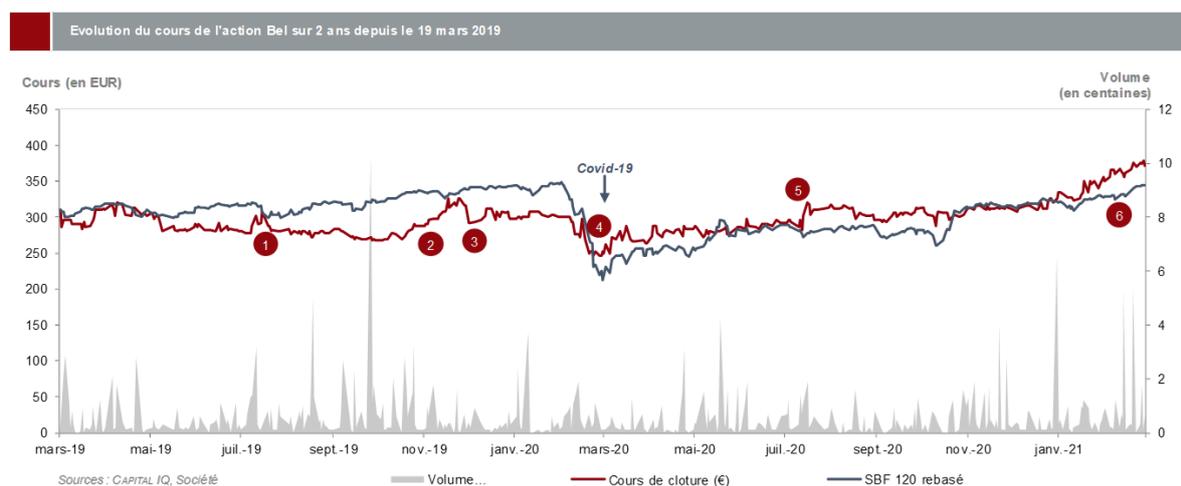
¹⁸ Ce prix correspond aux conditions annoncées le 19 mars 2021 dans le cadre du projet d'Offre Publique de Rachat (OPRA) des actions Bel qui serait initiée par BEL, cette opération étant suivie de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire (OPR-RO) des actions Bel initiée par UNIBEL.

Sur les 12 mois précédant le 19 mars 2021, 11,5 milliers d'actions BEL ont été échangées, soit environ 56 actions par jour de cotation. Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 0,17% et celle du capital flottant à 4,66%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées progresse à 24,4 milliers d'actions. La quantité échangée quotidiennement demeure cependant stable (environ 59 actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit en cumul à 0,36% et celle du capital flottant à 9,92%.

Sur ces bases, nous considérons que la liquidité et la rotation du capital sont très limitées. De plus le titre dispose d'un niveau de flottant très faible inférieur à 5% (3,6%). La participation de LACTALIS (24% avant l'opération d'échange du Périmètre LEERDAMMER annoncée le 19 mars 2021 et réalisée le 30 septembre 2021) ne fait, bien sûr, pas partie du flottant.

L'évolution du cours de bourse de BEL entre le 19 mars 2019, soit deux ans avant l'annonce de l'Opération, se présente comme suit :



Sur la période observée, le cours de bourse de BEL a évolué entre 246€ et 378€, cours atteints respectivement le 16 mars 2020 pour le point bas, soit le jour de l'annonce des premières mesures de confinement en France, et le 17 mars 2021 pour le point haut soit 2 jours avant l'annonce de l'Opération.

Sur cette période, le cours de BEL a évolué en fonction des annonces de résultats faites et les communiqués publiés par le Groupe.

Plus précisément, ces événements comprennent notamment :

- 1 La publication des résultats du premier semestre 2019, avec un chiffre d'affaires en hausse de 1,9% et une amélioration du résultat opérationnel de 43,0% par rapport à 2018 pour la même période.
- 2 La publication du chiffre d'affaires au 3ème trimestre 2019 avec une croissance de 3,7% par rapport à 2018 à période équivalente et une hausse des revenus générés sur les 9 premiers mois de 2019 de 2,5%.
- 3 La publication par l'Autorité de la Concurrence d'une décision de condamnation pour entente au titre de 2010 à 2013, de différentes entreprises du secteur des fruits transformés dont MATERNE qui a été condamnée à verser une amende de 13.585 K€.
- 4 La publication du chiffre d'affaires annuel 2019 en hausse de 2,8%, une croissance organique de 1,0% et des perspectives de résultat 2019 en ligne avec le plan d'économies initié par le Groupe en décembre 2018.
- 5 La publication des résultats du premier semestre 2020, avec à période comparable un chiffre d'affaires en hausse de 4,8% et une amélioration du résultat opérationnel de 38,6% par rapport à 2019.
- 6 La publication du chiffre d'affaires annuel 2020 en hausse de 1,5% et une croissance organique de 2,8%. L'impact de la crise sanitaire liée à la Covid-19 sur les ventes a été globalement peu significatif.

Nous présentons ci-après les cours moyens pondérés par les volumes échangés et les taux de rotation qui en découlent sur la période comprise entre le 19 mars et le 30 septembre 2021, date de révision à la hausse du prix d'Offre à 550 €.

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €/action	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
		Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (30/9/2021)	438,00	0,2	0,2	70,1	70,1	0,00 %	0,00 %	0,03 %	0,03 %
CMPV 1 mois	437,14	0,1	2,3	57,9	983,6	0,00 %	0,03 %	0,03 %	0,46 %
CMPV 60 jours	435,89	0,1	4,6	41,3	2 022,5	0,00 %	0,07 %	0,02 %	0,95 %
CMPV 3 mois	435,86	0,1	4,7	37,3	2 052,9	0,00 %	0,07 %	0,02 %	0,97 %
CMPV 6 mois	435,33	0,1	10,0	37,3	4 366,4	0,00 %	0,15 %	0,02 %	2,07 %

Sources : Euronext, Capital IQ et analyses Finexsi

Dès l'annonce, le 19 mars 2021, le cours de BEL s'est aligné sur les conditions proposées qui étaient alors de 440 € par action et n'a jamais dépassé ce montant jusqu'au relèvement du prix d'Offre. On remarque également que la liquidité du titre est restée faible sur cette période.

5.3.4 Transactions comparables - à titre indicatif

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations d'acquisition totale ou partielle d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Pour les mêmes raisons que précédemment énoncées (cf. §5.3.2), nous avons retenu les multiples de ROC.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur des transactions intervenues depuis 2017 à partir de nos bases de données.

Les prix des transactions identifiées concernent des projets de rapprochement industriels et intègrent par conséquent des primes liées à la prise de contrôle et aux synergies attendues par l'acquéreur. Un tel scénario, exclu par le management de BEL, n'est pas celui de l'Offre sur les actions de BEL.

Pour cette raison nous ne présentons cette méthode qu'à titre indicatif.

5.3.5 Valeur induite par le cours de bourse d'UNIBEL – à titre indicatif

Cette approche consiste à valoriser BEL sur la base du cours de bourse d'UNIBEL, actionnaire majoritaire du groupe BEL et dont la participation de contrôle de BEL constitue l'actif principal. Nous avons examiné la valeur induite de l'action BEL sur la base du cours de bourse depuis l'annonce des Offres Publiques par le Groupe.

Les actions d'UNIBEL sont cotées sur le compartiment A du marché Euronext Paris (code ISIN FR0000054215).

Il convient de préciser que la liquidité et la rotation du capital d'UNIBEL sont très limitées. De plus le titre dispose d'un niveau de flottant très faible inférieur à 5% (cf. §1.1.1 présentation de la société initiatrice). Pour ces raisons nous ne présentons cette méthode qu'à titre indicatif.

5.4 Données de référence de Bel

5.4.1 Nombre de titres retenu

Le nombre d'actions dilué de BEL au 30 juin 2021 se décompose comme suit :

Nombre d'actions dilué Bel	30/06/2021
Nombre d'actions en circulation au 30/06/2021	6 872 335
Actions gratuites en cours d'acquisition	21 207
Annulation des actions d'autocontrôle par Bel	(80 620)
Incidence de la boucle d'autocontrôle (Sofico/Unibel)	(398 146)
Nombre d'actions dilué	6 414 776
Autocontrôle lié à la cession de Leerdammer par échange d'actions Bel	(1 591 472)
Nombre d'actions dilué hors autocontrôle post cession	4 823 304

Source : Société et analyses FINEXSI

En cohérence avec la date retenue pour la détermination de la dette financière nette, nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social de BEL au 30 juin 2021, soit 6.872.335 actions,

augmenté de :

- L'effet dilutif des actions gratuites en cours d'acquisition au 30 juin 2021 (21.207 actions¹⁹) ;

et diminué :

- Des actions auto-détenues (80.620 actions) au 30 juin 2021 par la société BEL S.A. ;
- Des actions au titre la boucle d'autocontrôle liée à la détention par SOFICO, filiale de BEL à 100%, d'actions d'UNIBEL l'actionnaire majoritaire de BEL (398.146 actions – cf. Organigramme §4.2.1.1) calculées comme suit :

Traitement de la boucle d'autocontrôle

<i>a</i>	% actions Bel autodétenues du fait de la boucle (8,56% x 89,4%)*	7,66%
<i>b</i>	Nombre d'actions Bel post cession Leerdammer et hors auto-contrôle**	5 200 243
<i>c=ab</i>	Nbr. D'actions lié à la boucle d'autocontrôle	398 146
	<i>* Participation de Sofico dans Unibel (hors autocontrôle) : 8,56%</i>	
	<i>Participation d'Unibel dans Bel (hors autocontrôle y.c. SICOPA) : 89,4%</i>	
	<i>** (6.872.335 - 1.591.472 - 80.620) = 5.200.243</i>	

Ces dernières ont été assimilées à de l'auto-détention. Pour rappel la société SOFICO, détenue à 100% par BEL SA, détient 8,56% du capital d'UNIBEL qui elle-même détient 89,4% du capital de BEL (post cession LEERDAMMER et hors autocontrôle de BEL qui en résulte).

Par ailleurs la participation de SOFICO dans la valeur des autres actifs et passifs d'UNIBEL (autres que sa participation dans BEL) a été retenue dans le passage VE – VFP de BEL (cf. §5.4.2)

- Des actions de BEL S.A. acquises par SICOPA (filiale à 100% de BEL S.A.) en échange de la cession du Périmètre LEERDAMMER à LACTALIS représentant 1.591.472 actions BEL S.A. et considérées comme de l'autocontrôle.

Le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 4.823.304 actions.

5.4.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de BEL tels qu'ils figurent dans ses comptes consolidés au 30 juin 2021.

¹⁹ Projet de Note en réponse communiqué par la Société dont le dépôt est prévu le 16 novembre 2021.

en M€	30/06/2021
Trésorerie et équivalents de trésorerie	441,3
Comptes courants actif	2,2
Emprunts et dettes financières long terme	(852,9)
Emprunts et dettes financières court terme	(205,6)
Concours bancaires et autres emprunts	(2,6)
Trésorerie / (dette) nette	(617,6)
Investissements financiers non consolidés	13,3
Autres actifs financiers courants et non courants	24,6
Prêts et avances non courants	13,4
Provisions pour risques et charges nettes d'IS	(7,9)
Provisions pour risques fiscaux	(7,8)
Autres passifs et autres passifs financiers*	(19,0)
Déficits reportables activés et après actualisation	12,8
Participation Sofico dans les autres actifs et passifs Unibel	8,7
Promesse d'achat MOM avril 2022 (17,5% à acquérir)	(183,8)
Intérêts minoritaires (hors MOM et Safilait)	(26,2)
Impact fiscal cession Leerdammer	(26,0)
Nouvelle entité Chine	(15,0)
Ajustements	(213,0)
Passage de la VE à la VFP (hors IFRS 16)	(830,6)
Dettes contrats de location IFRS 16	(101,3)
Passage de la VE à la VFP (post IFRS 16)	(931,9)

*Les subventions d'investissements et les dettes de personnel de respectivement 24,6 M€ et 24,0 M€ comprises dans le solde du poste "Autres passifs" du bilan consolidé de Bel au 30/06/2021 ont été retenues dans le BFR.

Les éléments de trésorerie et de dettes financières sont directement issus des comptes consolidés semestriels et se composent principalement :

- De trésorerie et équivalents de trésorerie de 441,3 M€ ;
- D'emprunts obligataires (752 M€), d'un programme d'émission de *Commercial Papers* (110 M€), d'un programme de NEU MTN (60 M€), du compte courant avec UNIBEL (32,8 M€) et des promesses de vente concernant les actionnaires minoritaires de ALL IN FOODS (27,5 M€) et SAFILAIT (25,7 M€). En contrepartie, les actifs ALL IN FOODS et SAFILAIT sont pris en compte à 100% dans le Plan Stratégique.

Hormis les dettes financières et la trésorerie, nous avons inclus dans l'endettement net les principaux éléments suivants :

- Les investissements financiers composés des titres non consolidés hors participation de SOFICO dans UNIBEL (traitée dans la boucle d'autocontrôle) ;
- Les autres actifs financiers courants et non courants principalement composés d'instruments dérivés pour 9,5 M€ ;
- Les provisions pour risques et charges à caractère de dettes (-10,7 M€), dont nous avons estimé l'économie d'impôt future résultant de leur décaissement (+2,8 M€), sur la base d'un taux d'imposition de 25,8% ainsi que les provisions pour risques fiscaux (-7,8 M€) ;
- Les déficits fiscaux reportables activés au 31 décembre 2020 (+13 M€) que nous avons actualisés sur la base d'une consommation en 2021. Ces déficits fiscaux ne sont donc pas retenus en diminution de la charge d'impôt calculée dans les flux d'exploitation retenus selon la méthode DCF²⁰ ;
- La participation de SOFICO dans les autres actifs et passifs d'UNIBEL (autres que la participation d'UNIBEL dans BEL qui a été considérée comme de l'autocontrôle) pour 8,7 M€ ;
- L'exercice de l'option d'achat sur les intérêts minoritaires du Groupe MOM pour 198 M€ figurant en engagement hors bilan qui devrait être versé avant le 30 avril 2022. Le décaissement prévu en 2022 a été actualisé ;
- Les intérêts minoritaires concernent principalement BEL MAROC (26 M€) ;
- L'impact fiscal de la cession du périmètre LEERDAMMER (26 M€) estimé par la Société ;
- Les coûts de la création d'une entité pour développer l'activité du Groupe en Chine (15 M€) et dont les prévisions d'activité et de rentabilité sont prises en compte dans le Plan Stratégique.

Nous n'avons pas retenu les provisions pour les indemnités de départ à la retraite car celles-ci sont déjà appréhendées dans les flux du plan d'affaires.

Après retraitements, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ajustée hors dettes liées aux contrats de location (c'est-à-dire hors impact IFRS 16) de BEL ressort à -830,6 M€ et à -931,9 M€ après prise en compte de la dette IFRS 16.

²⁰ Dans la note 4.8 des annexes aux états financiers au 31 décembre 2020, l'économie d'impôt liée aux déficits non activés (non actualisés) s'élève à 10,8 M€ dont 10 M€ recouvrable sans limitation. S'agissant de déficits propres à certaines sociétés du Groupe il n'est pas possible de modéliser leur récupération dans le temps. Celle-ci est en tout état de cause après actualisation peu significatives.

5.5 Mise en œuvre de la valorisation de la société Bel

5.5.1 Méthode d'évaluation retenue à titre principal

5.5.1.1 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

5.5.1.1.1 Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires du groupe BEL 2021B-2024e communiqué par la Société. Ce plan d'affaires utilisé dans nos travaux a été construit dans le cadre du processus annuel de planification stratégique du groupe. Ce plan est établi à partir des prévisions déterminées au niveau des responsables pays et des responsables marques et fait l'objet, pris dans son ensemble, d'une revue approfondie par la direction centrale du Groupe qui procède aux ajustements permettant d'assurer la cohérence d'ensemble avec la stratégie du Groupe.

Ce plan d'affaires 2021B-2024e (le « Plan Stratégique ») a fait l'objet d'une présentation au Comité Exécutif de la Société le 1^{er} juillet 2021 et aux organes de gouvernance du Groupe. Il tient compte des conséquences de la cession du Périmètre LEERDAMMER annoncée en mars 2021 et dont la réalisation est survenue à la fin du troisième trimestre 2021.

Ces prévisions n'intègrent aucune opération de croissance externe²¹ à l'exception de l'acquisition des intérêts minoritaires de MOM (17,5% du capital) prévue au plus tard en avril 2022, et tiennent compte de l'application de la norme IFRS 16.

Conformément à la recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons échangé avec la Direction sur les principales hypothèses du Plan Stratégique, approuvé par le Comité Exécutif, qui se présentent comme suit :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de +0,6% sur la période (2021B-2024e) étant précisé que 2021B intègre 3 trimestres de l'activité LEERDAMMER dans la mesure où la cession a été réalisée le 30 septembre 2021. L'année 2022e présente une baisse du chiffre d'affaires en raison de ce changement de périmètre (à périmètre constant hors LEERDAMMER, la croissance du chiffre d'affaires en 2022e serait de 3%). Le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires sur la période 2022e à 2024e est de l'ordre de 5%. Il est notamment soutenu par (i) un développement de la zone Amérique du Nord (Etats-Unis, Canada) ainsi que sur des zones où le Groupe est peu présent (Chine...), (ii) une évolution du mix produits avec une montée en puissance du segment MOM (snacking sain/produits fruités) et (iii) une progression des ventes de produits végétaux. Cette évolution intègre, par ailleurs, une baisse de l'activité sur la zone MENA²² où le Groupe rencontre des difficultés et des réflexions sont engagées pour pallier cette situation ;

²¹ Pour mémoire, la dernière acquisition significative est l'acquisition du groupe MOM en 2016.

²² Moyen-Orient et Afrique du Nord (*Middle East North Africa*)

- Une marge de ROC sur chiffre d'affaires en progression régulière pour atteindre 8,9% du chiffre d'affaires en fin de plan (2024^e) et une marge d'EBITDA Groupe de 12,7% du chiffre d'affaires en fin de plan (contre respectivement 7,6% et 11,6% réalisés en 2020). Cette profitabilité opérationnelle attendue est au niveau des plus hauts historiques (hors période de déréglementation du prix du lait) et est supérieure aux niveaux actuels. Après un recul en 2021e et en 2022e en raison des impacts de change négatifs identifiés lors de la construction du budget 2021, l'instabilité des activités de la zone MENA et une augmentation du prix des matières premières, la marge exprimée par le ratio ROC sur chiffre d'affaires progresserait de 2,6 points en cumul en 2022e et 2023e. Elle ne tient pas compte d'effets de change supplémentaires du fait de l'objectif du Groupe d'avoir une adéquation entre ses marchés et son empreinte industrielle. Le montant du ROC du plan d'affaires intègre les disynergies liées à la cession du périmètre LEERDAMMER constituées :
 - Des disynergies correspondant aux coûts centraux non absorbés à la suite de la cession du périmètre LEERDAMMER (coûts informatiques, marketing, communication...). Le surcoût estimé s'élève à 5 M€ à partir de 2022^e ;
 - Des disynergies en termes de coûts de structure liées à la non-absorption des frais généraux et administratifs des filiales du groupe BEL non cédées et dont la vente des produits LEERDAMMER représentait une part significative de l'activité (entre 10% et 20% des activités – BEL FRANCE, BEL BELGIQUE...). Ces disynergies auraient un impact de -7 M€ sur le ROC en 2022e.

L'estimation des disynergies par le management résultant de la cession du Périmètre LEERDAMMER et leur incidence sur le patrimoine et la profitabilité du groupe BEL ont fait l'objet de diligences de notre part dans le cadre de nos travaux sur le caractère équitable de l'Echange qui sont reprises dans notre attestation d'équité transmise le 8 juillet 2021 au Conseil d'administration de BEL.

Les disynergies sont absorbées progressivement par la mise en œuvre de mesures de réorganisation. Elles ne représentent plus que 5 M€ en 2024e.

- Des investissements annuels compris entre 156 M€ et 160 M€, et représentant entre 4,6% et 5% du chiffre d'affaires, au-dessus des observations historiques (de l'ordre de 4% du chiffre d'affaires). Sur cette période des dépenses complémentaires ont été prises en compte pour MOM et sont liées à des investissements de capacité en raison, d'une part, de la création de nouvelles lignes pour le lancement de nouveaux produits (nécessité de lignes différentes entre les produits fruitiers et les autres produits) et, d'autre part, à l'extension de certains bâtiments industriels actuellement saturés. Ces investissements sont nécessaires à court terme pour atteindre les niveaux de croissance d'activité retenus dans le Plan Stratégique.

Le Plan Stratégique 2021B – 2024e traduit les ambitions du management en termes de croissance de l'activité sur la zone Amérique du Nord et de développement du segment du *snacking sain* (fruits/végétal). Les objectifs de marge opérationnelle en fin de plan sont conformes aux plus hauts historiques et intègrent les marges supérieures observées sur l'activité MOM.

Le Plan Stratégique couvre une période de 4 ans (2021B-2024e) alors que les objectifs fixés pour le pivotement du Groupe (en termes de rééquilibrage produits et de zones géographiques) s'inscrivent à un horizon plus long terme (2030).

Le Groupe a confirmé dans la présentation du Plan Stratégique un objectif de ROC moyen terme de 10% du chiffre d'affaires. Nous relevons que ce niveau n'est pas atteint à l'horizon 2024^e du plan d'affaires.

Dans le cadre de la présente opération qui s'accompagne d'un retrait obligatoire et donc d'une obligation pour l'actionnaire concerné de céder ses titres, nous estimons que la valeur proposée dans ce qui constitue une « expropriation » doit refléter la pleine valeur de la Société. Il convient dès lors d'intégrer dans nos analyses ce niveau de rentabilité opérationnelle, fixé comme un objectif à moyen terme plusieurs fois réitéré. Nous avons ainsi retenu un niveau de ROC de 10% du chiffre d'affaires en tant que niveau de rentabilité normative à l'horizon de notre extrapolation du plan d'affaires (cf. §5.5.1.1.2).

Le taux de marge de ROC de 10% du chiffre d'affaires traduit le repositionnement stratégique recherché dans le cadre des objectifs définis par le Groupe avec l'ambition :

- D'un rééquilibrage (50%/50%) en termes de présence géographique entre (i) Amérique du Nord/Asie et (ii) Europe/Moyen Orient/Afrique ;
- D'un rééquilibrage (50%/50%) en termes de produits entre produits fromagers et produits végétaux/fruitiers ;
- D'une rationalisation et une adaptation de l'outil de production.

L'atteinte de ces objectifs prévus au-delà de la réalisation du Plan Stratégique 2021B – 2024e nécessite des opérations de croissance externe et implique un risque d'exécution associé.

L'objectif de ROC égal à 10% du chiffre d'affaires apparaît donc volontariste et est de nature à déterminer la pleine valeur du groupe BEL dans le contexte des objectifs stratégiques définis à moyen terme. Il présente néanmoins un risque de réalisation au regard de la situation du Groupe actuellement en phase de transition en raison de son pivotement stratégique.

L'atteinte d'une marge de ROC sur chiffre d'affaires de 10% suppose également des gains significatifs de productivité additionnels au-delà du Plan Stratégique qui ne peuvent être atteints, selon les indications du management, que grâce à des investissements supplémentaires importants dans l'outil industriel, tant en termes de rationalisation que d'augmentation capacitaire du Groupe.

Nous comprenons que le montant de ces investissements complémentaires n'est, à date, qu'une estimation de la Direction du groupe BEL et que les investissements concernés doivent encore faire l'objet d'analyses et être validés par le Comité exécutif. Nous avons néanmoins pris en compte dans nos travaux cette hypothèse dans la mesure où elle apparaît cohérente avec l'objectif de marge à moyen terme de 10% dont elle est le corollaire et raisonnable avec un retour sur investissement sur un horizon de 5 ans.

Nous avons également retenu cet objectif de profitabilité opérationnelle de 10% du chiffre d'affaires dans la valeur terminale, alors que celui-ci comme indiqué ci-dessus apparaît volontariste car il présente ainsi un risque de réalisation du fait des changements stratégiques importants qu'il implique.

5.5.1.1.2 Détermination des flux de trésorerie

Nous avons procédé à certains retraitements du Plan Stratégique 2021B – 2024e et prolongé celui-ci sur une période additionnelle de 5 ans venant à échéance en 2029e pour déterminer à cette date le flux normatif.

Ajustements FINEXSI

- Nous avons pris en compte des disynergies identifiées par le management mais non modélisées dans le plan d'affaires 2021B – 2024e lors de son élaboration. Ces disynergies ont un impact limité sur la valeur du groupe BEL.

Elles concernent les coûts nécessaires à terme à une présence commerciale de BEL dans les pays où les produits BEL seront initialement distribués par LACTALIS (Allemagne et Italie). Il est ainsi nécessaire de constituer des sociétés locales pour mettre en œuvre la stratégie commerciale et marketing des produits BEL sur ces marchés.

Ces disynergies ainsi que celles du Plan Stratégique sont progressivement absorbées à partir de 2024 par l'évolution de l'activité et deviennent nulles à partir de 2026e.

- Nous avons réintégré les loyers relatifs aux contrats de location dans les flux du plan d'affaires afin d'exclure les effets liés à l'application de la norme IFRS 16. Les charges correspondantes sont venues minorer les flux de trésorerie prévisionnels. En contrepartie, nous n'avons pas tenu compte de la dette IFRS 16 dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres utilisé pour la méthode DCF.

Extrapolation

- Nous avons prolongé le plan sur une période de 5 années supplémentaires jusqu'en 2029 en faisant décroître le rythme de croissance annuelle du chiffre d'affaires pour atteindre progressivement la croissance estimée comme normative de 1,5% par an.
- Nous avons fait progresser linéairement le taux de profitabilité opérationnelle (ROC/CA) afin d'atteindre à la fin de la période d'extrapolation le niveau normatif de 10% retenu comme énoncé ci-avant.
- Nous avons tenu compte dans les flux de trésorerie du montant d'investissements complémentaires évoqués, nécessaires à l'atteinte de cette marge de ROC sur CA de 10%, et réparti ce montant sur le début de la période d'extrapolation.
- Nous avons ensuite diminué linéairement le niveau des investissements rapportés au chiffre d'affaires jusqu'à 4% du chiffre d'affaires correspondant au niveau retenu comme normatif et correspondant à celui observé historiquement.

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 1^{er} juillet 2021.

5.5.1.1.3 Impôts sur les sociétés

Le taux d'impôt sur les sociétés correspond à celui mentionné dans la loi de finance 2020. Il s'élève à 25,8% (la contribution sociale de 3,3% comprise) à partir de 2022.

Les déficits reportables activés n'ont pas été retenus en diminution des flux de trésorerie, mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour leur montant actualisé (cf. ci-avant).

5.5.1.1.4 Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge ROC sur chiffre d'affaires identique à celui de la dernière année du plan d'affaires (2029e), soit 10% correspondant à l'objectif stratégique à moyen terme du Groupe. Le fait de maintenir ce niveau jamais atteint (à l'exception des exercices 2015 et 2016 correspondants à la période de l'abolition des quotas laitiers cf. §4.1.5 et §5.5.3.1) dans la valeur terminale est favorable à l'actionnaire.

Un taux de croissance à l'infini de 1,5% a été appliqué au flux normatif, ce qui apparaît cohérent avec les taux de croissance long terme sectoriels considérés par les analystes au regard des perspectives globales du secteur d'intervention de la Société.

Sur la base de nos travaux, le poids de la valeur terminale calculée en retenant cette profitabilité opérationnelle cible de 10% du chiffre d'affaires représente 71% de la valeur d'entreprise de BEL.

5.5.1.1.5 Calcul du taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux de trésorerie. Ce coût a été estimé à 7,7% sur la base :

- D'un taux sans risque de -0,10% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 ans (moyenne 1 an au 30 septembre 2021 - source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque de 7,75% (moyenne 1 an des primes de risques Associés en Finance au 30 septembre 2021) ;
- D'un bêta désendetté des sociétés comparables de 0,81 (source : Capital IQ) ;
- D'une prime de risque de réalisation de 0,5% reflétant notamment (i) le risque de réalisation d'un plan d'affaires ambitieux (objectif d'atteinte d'un taux de marge ROC/CA de 8,9% en 2024e puis normatif de 10%) et (ii) l'exposition au risque de change (cf. §4.2.1.5) et de l'évolution du prix des matières premières (cf. §4.1.5) ;

- D'une prime de taille²³ de 0,7%, déterminée par référence à la taille des sociétés comparables dont est issu le bêta, comme indiqué ci-dessous ;
- D'une prime de risque pays de 0,8% déterminée sur la base de la contribution par pays à l'EBITDA du groupe BEL ;
- D'un coût de la dette avant impôt de 2% confirmé par le management de BEL ;
- D'un *gearing* (correspondant au ratio dettes financières nettes sur fonds propres) estimé sur la base de l'endettement financier hors IFRS 16 tel que communiqué par la Société dans le document d'enregistrement universel au 31 décembre 2020, soit un ratio dettes / fonds propres de 25,4%.

Le taux d'actualisation ainsi calculé apparaît adapté aux caractéristiques de BEL, en particulier compte tenu de sa taille, de ses perspectives de croissance traduites dans le Plan Stratégique et de l'amélioration de la profitabilité opérationnelle retenue dans la période de prolongement et dans le flux normatif.

Par ailleurs il est cohérent avec les taux moyens et médians considérés par les analystes suivant les sociétés cotées les plus comparables²⁴.

Remarques des actionnaires minoritaires

Dans le rapport en date du 8 septembre 2021 qui nous a été transmis le 9 septembre, l'évaluateur mandaté par l'actionnaire D, estime qu'un taux d'actualisation compris entre 4,16% et 4,20% doit être retenu pour le groupe BEL dans sa globalité sur la base des paramètres suivants :

- Un taux sans risque de -0,16% ;
- Une prime de risque marché actions de 7,94% ;
- Un bêta réendetté de l'ordre 0,6 ;
- Un poids des fonds propres de 86% ;
- Un coût de la dette après impôt de 1,8% ;
- Un poids de la dette de 14%.

L'expert mandaté par l'actionnaire D ne précise pas à quel plan d'affaires il conviendrait d'appliquer un tel taux d'actualisation. Le taux affiché est dès lors théorique.

²³ Duff & Phelps (Ibbotson).

²⁴ Nos analyses font ressortir un taux médian de 7,7% et moyen de 7,5% sur la base d'un échantillon de 3 sociétés (EMMI, GLANBIA, et SAVENCIA) et des notes d'analystes publiées entre avril et août 2021.

Analyses de l'expert indépendant

Le taux d'actualisation retenu par l'évaluateur mandaté par l'actionnaire D nous paraît particulièrement faible et appelle les commentaires suivants :

- Comme évoqué, ce taux apparaît théorique car il n'est pas explicité à quels flux il serait appliqué ;
- Les paramètres retenus n'intègrent ni prime de taille au regard des comparables boursiers retenus, ni prime de risque pays permettant d'appréhender le risque lié à la présence du Groupe dans des zones géographiques sensibles ;
- Les taux d'actualisation retenus par les analystes financiers qui suivent les sociétés cotées que nous estimons les plus comparable à Bel sont sensiblement supérieurs puisque compris entre 6,0% et 8,3% selon les notes récentes pour EMMI, GLANBIA et SAVENCIA²⁵ ;
- Les taux d'actualisation retenu pour 2020 dans le cadre des tests de dépréciation d'actifs par BEL sont de 6,5% pour l'Europe, 8% pour la zone Amérique et Asie-Pacifique et 11% pour le Moyen-Orient et Grande Afrique²⁶ ;
- Les taux d'actualisation retenus dans le cadre des tests de dépréciation d'actifs par les acteurs diversifiés du secteur dont la taille est sensiblement plus importante que celle de Bel sont également supérieurs au taux proposé par l'évaluateur mentionné par l'actionnaire D. Ainsi les groupes DANONE et NESTLE retiennent pour leurs tests de dépréciation d'actifs des taux de l'ordre de 7% pour leurs activités laitières. Ce taux inférieur à celui retenu dans nos travaux d'évaluation s'explique notamment par les caractéristiques des activités concernées qui sont plus étendues en termes géographique et d'offre produits. Elles présentent ainsi un profil de risque moins élevé que celui de BEL.

Au regard de ces constats le taux proposé par l'évaluateur mandaté par l'actionnaire D n'est pas pertinent et ne peut pas être retenu.

Il convient de rappeler que les éléments du Plan Stratégique et l'atteinte d'une marge de ROC sur chiffre d'affaires de 10% considérée comme soutenable à long terme apparaissent volontaristes.

Dans ce contexte, le taux d'actualisation retenu pour nos travaux nous semble approprié et adapté aux hypothèses de flux d'exploitation que nous retenons pour déterminer la valeur de BEL selon cette approche.

²⁵ Les notes d'analyse concernant Saputo (autre société comparable retenue dans notre échantillon) ne font pas état de cette information.

²⁶ Document d'Enregistrement Universel au 31 décembre 2020.

5.5.1.1.6 Résultats de l'évaluation et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de BEL ressort en valeur centrale à 3.320 M€, dont 71% résultant de la valeur terminale (à horizon 2029). Compte tenu du montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres²⁷, le montant des fonds propres s'établit à 2.489 M€, soit 516 € par action BEL.

Les sensibilités de la valeur des fonds propres par action de BEL à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) ainsi qu'à une variation du taux de ROC sur chiffre d'affaires normatif (de -1 point à +1 point), sont présentées ci-après.

Valeur par action (€)		Taux de croissance à l'infini					Valeur par action (€)		ROC				
		1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %			9,00 %	9,50 %	10,00 %	10,50 %	11,00 %
Taux d'actualisation	7,20 %	530	556	584	615	648	Taux d'actualisation	7,20 %	509	547	584	621	658
	7,45 %	499	523	548	576	607		7,45 %	478	513	548	584	619
	7,70 %	471	493	516	541	569		7,70 %	449	483	516	550	583
	7,95 %	445	465	486	509	535		7,95 %	423	454	486	518	550
	8,20 %	421	439	459	480	503		8,20 %	398	428	459	489	519

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre 483 € et 550 € par action, selon la méthode du DCF.

5.5.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

5.5.2.1 Comparables boursiers

5.5.2.1.1 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

Nous avons identifié 4 sociétés dont la majeure partie de l'activité est liée aux produits laitiers et fromagers, et dont la taille et les caractéristiques sont proches de celles de BEL. Ces sociétés ont des activités concentrées principalement sur l'Europe et l'Amérique du Nord.

Compte tenu des spécificités des activités de BEL, aucune de ces sociétés n'est toutefois pleinement comparable en raison notamment de la phase de transition de la Société vers un modèle dit de « *snacking sain* » à base de fruits et de végétaux et de différences en termes d'évolution de chiffre d'affaires, de niveau de rentabilité opérationnelle, d'intensité capitalistique (cf. §5.3.2) et de localisation des marchés de distribution.

²⁷ Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres hors dette de loyers IFRS 16 (s'élève à -831,2 M€ cf. §5.4.2) dans la mesure où les charges de loyers sont intégrées dans le calcul des flux de trésorerie.

Société	Pays	Description des activités	CA 20 (M€)	Répartition du chiffre d'affaires	
				Mix Produit	Mix Géographique
		Savencia est une société centrée sur les spécialités fromagères et laitières et est l'un des principaux transformateurs de lait mondiaux, le 2ème groupe fromager français et le 5ème mondial. Groupe familial indépendant, il est coté sur Euronext Paris.	5 160		
		Emmi est l'un des principaux groupes laitiers de Suisse avec près de 8 000 collaborateurs sur les 25 sites de production en Suisse et dans ses filiales présentes dans quatorze pays.	3 424		
		Glanbia est une société irlandaise qui produit et commercialise des produits laitiers, nutritionnels et alimentaires à destination des industries agroalimentaire et pharmaceutique.	3 823		
		Saputo est une entreprise de l'industrie laitière canadienne spécialisée dans l'achat du lait cru réfrigéré aux agriculteurs et sa transformation pour l'obtention de produits laitiers industriels divers.	9 682		

Les perspectives de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBITDA et de ROC des sociétés comparables identifiées, sur la base du consensus d'analystes, se présentent comme suit :

Comparables	Pays	CA 2020 (mEUR)	VE (mEUR)	Taux ROC			Croissance du CA		
				2021e*	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Bel	France	3 456		6,1 %	6,1 %	7,0 %	n.a.	3,3 %	4,7 %
Emmi AG	Suisse	3 424	5 066	7,4 %	7,6 %	7,7 %	4,0 %	1,9 %	2,5 %
Savencia SA	France	5 160	1 619	3,0 %	3,4 %	4,5 %	6,0 %	(0,5)%	4,3 %
Glanbia plc	Irlande	3 823	4 783	4,8 %	5,6 %	6,0 %	9,1 %	5,3 %	2,7 %
Saputo Inc.	Canada	9 682	11 828	6,9 %	7,6 %	9,0 %	0,9 %	4,7 %	3,4 %
Moyenne échantillon				5,5 %	6,0 %	6,8 %	5,0 %	2,8 %	3,2 %
Médiane échantillon				5,8 %	6,6 %	6,8 %	5,0 %	3,3 %	3,0 %

* hors Leerdammer

Sources : Capital IQ et analyses Finexsi

Il ressort que les taux de croissance du chiffre d'affaires attendus pour l'échantillon restreint des comparables boursiers les plus proches de BEL sont globalement cohérents avec ceux prévus dans le Plan Stratégique de BEL (TCAM de 3% pour les sociétés comparables contre 4% pour BEL sur la période 2022e – 2023e).

Le niveau de profitabilité opérationnelle exprimé par le ROC sur le chiffre d'affaires de BEL ressort quant à lui légèrement supérieur à celui de la moyenne des comparables de l'échantillon retenus sur la période 2021e – 2023e.

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2021e, 2022e et 2023e :

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR) **	xROC*		
				2021e	2022e	2023e
Emmi AG	Suisse	3 424	5 066	20,1x	19,4x	18,4x
Savencia SA	France	5 160	1 619	9,9x	8,9x	6,3x
Glanbia plc	Irlande	3 823	4 783	23,8x	19,2x	17,6x
Saputo Inc.	Canada	9 682	11 828	17,9x	15,5x	13,1x
Moyenne				17,9x	15,7x	13,8x

*Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois au 30 septembre 2021 et d'un nombre moyen d'actions sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

**Valeur d'entreprise calculée sur la base d'un cours de bourse au 30 septembre 2021

Nous avons retenu les multiples moyens qui apparaissent plus pertinents que les multiples médians dans le cas d'un échantillon restreint réduit au cas présent à 4 sociétés.

A titre informatif, nous avons examiné d'autres sociétés exerçant une activité analogue à BEL mais présentes sur des pays où le Groupe est peu implanté à ce jour. Dans ce cadre, nous avons identifié les sociétés YAKULT (JAPON), MEGMILK SNOWBRAND (JAPON) et BRIGHT DIARY (CHINE). Les multiples extériorisés sur ces sociétés sont inférieurs aux multiples observés sur l'échantillon que nous avons sélectionné. Nous ne les avons toutefois pas retenues dans la mesure où ces sociétés présentent des profils de croissances différents que nous ne considérons pas transposables à BEL.

5.5.2.1.2 ROC de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens aux ROC de la même année issus du Plan Stratégique de BEL. Le ROC annuel de référence retenu pour la mise en œuvre de cette approche tient compte des ajustements suivants.

Il a été minoré d'un montant de 5 M€²⁸ par an correspondant à des charges récurrentes présentées en dessous du ROC, observées historiquement chez BEL par le management et constatées en résultat non courant dans les comptes consolidés de BEL²⁹. Elles sont constituées principalement des dépenses de réorganisation liées à des coûts de départs non remplacés. Il est également majoré, afin d'obtenir un agrégat normatif, de l'impact des disynergies liées à la cession du Périmètre LEERDAMMER pris en compte dans le ROC prévisionnel du Plan Stratégique dans la mesure où ces dernières ont vocation à être absorbées progressivement lors du développement des activités du Groupe. Les montants des disynergies ont été intégrées, selon cette méthode, dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres. Ces retraitements de sens contraire conduisent à une majoration du ROC de BEL retenu pour la mise en œuvre de cette méthode.

²⁸ Ce niveau correspond à celui mentionné dans les comptes consolidés publiés du Groupe sur la période 2017-2020, à l'exception de l'exercice 2018 pour lequel le montant était significativement plus élevé du fait du plan de réorganisation de grande ampleur initié par BEL qui constitue de part cette nature un élément non récurrent.

²⁹ Nous nous sommes assurés que les autres produits et charges non récurrents des comparables n'intégraient pas ces éléments et que par conséquent les agrégats retenus ne nécessitaient pas de retraitement. Les coûts de réorganisation non récurrents observés chez SAVENCIA et GLAMBIA en 2019 et 2020 correspondent à des plans de restructuration en profondeur de leur organisation et ne sont pas comparables aux coûts de départs non remplacés identifiés chaque année chez BEL que nous réintégrons dans le résultat opérationnel courant.

Afin d'obtenir la valeur des fonds propres à partir de la valeur d'entreprise déterminée en appliquant au ROC de référence les multiples de l'échantillon, nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de -885,3 M€. Il correspond au montant du passage VE-VFP hors IFRS 16 de -830,6 M€ (cf. §5.4.2) dans la mesure où l'agrégat retenu (ROC) intègre les charges liées aux contrats de location, diminué de l'incidence des disynergies liées à la cession périmètre LEERDAMMER (soit -54,7 M€) qui ont fait l'objet du retraitement ci-dessus.

5.5.2.1.3 Fourchette de valorisation de BEL selon les multiples de sociétés comparables

Synthèse (M€)	x ROC		
	2021e	2022e	2023e
Valeur d'entreprise	3 459	3 115	3 392
Valeur des fonds propres	2 574	2 230	2 506
Valeur par action (€)	534	462	520

L'application des multiples moyens observés pour les comparables boursiers constituant notre échantillon aux montants des ROC 2021e, 2022e et 2023e prévus pour BEL fait ressortir une valeur des fonds propres comprise entre 2.230 M€ et 2.574 M€, soit une valeur entre 462 € et 534 € par action.

Remarques des actionnaires minoritaires

Dans le rapport du 8 septembre 2021 de l'évaluateur mandaté par l'actionnaire D, le conseil retient un échantillon de sociétés cotées comparables composé d'ALMARAI, EMMI et SAPUTO pour l'activité fromagère, et constitué de MONDELEZ, HERSHEY, LOTUS et KRAFT HEINZ pour l'activité MOM.

Analyse de l'expert indépendant

L'approche retenue est de valoriser le Groupe BEL dans son ensemble dans la mesure où les activités MOM sont d'ores et déjà intégrées au Groupe pour partie en termes d'organisation et de structure. BEL a la vocation d'être un groupe totalement intégré. Les ensembles le composant ne fonctionnent pas de manière autonome (comme précisé ci-avant - cf. § 5.2).

Dans ce cadre nous n'avons pas retenu dans notre échantillon les sociétés de *snacking* telles que MONDELEZ, HERSHEY, LOTUS et KRAFT HEINZ dans la mesure où l'activité *snacking* relative à MOM contribue moins significativement que l'activité laitière au chiffre d'affaires du Groupe en 2020. De plus, ces sociétés, à l'exception de LOTUS ont une taille sensiblement supérieure à BEL et des activités plus diversifiées ne permettant pas d'être comparables à BEL.

La société ALMARAI retenue parmi les comparables de l'activité de BEL est une société Saoudienne exerçant son activité au Moyen-Orient. La part des produits laitiers ne représente que 45% de son chiffre d'affaires 2020. Le reste de son activité se répartit entre la vente de jus de fruits (10% du chiffre d'affaires 2020), de pâtisseries (11% du chiffre d'affaires 2020) et également de volailles et divers aliments (16% du chiffre d'affaires 2020). Nous n'avons pas retenu cette société dans notre échantillon en raison de son implantation dans une zone géographique où le groupe BEL a une activité limitée au regard du chiffre d'affaires du Groupe et connaît notamment des difficultés du fait d'un climat géopolitique difficile et compte tenu d'une activité plus étendue de cette société que le domaine d'intervention de BEL. Au regard de ces différences, ALMARAI présente un profil de croissance et de rentabilité opérationnelle non comparable avec celui de BEL³⁰.

5.5.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif

5.5.3.1 Référence au cours de bourse

Nous avons retenu comme référence le cours de bourse au 18 mars 2021 correspondant au dernier cours avant l'annonce le 19 mars 2021 de la cession du Périmètre LEERDAMMER et des offres publiques sur les actions de BEL (OPRA initiée par BEL et OPR-RO initiée par UNIBEL).

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action
Spot (18/3/2021)	372,00
CMPV 1 mois	361,86
CMPV 60 jours	344,35
CMPV 3 mois	343,48
CMPV 6 mois	327,71
CMPV 12 mois	311,42
CMPV 24 mois	296,41

Source : CAPITAL IQ

Le prix d'Offre de 550 € fait ressortir une prime de 48% par rapport au cours spot du 18 mars 2021 et des primes de respectivement 52% et 60% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois et 60 jours.

Sur les 24 derniers mois, le cours de bourse de la société BEL a fluctué entre 246 € et 378 € par action. Le plus haut, soit 378 €, a été atteint le 17 mars 2021.

Nous présentons également à titre d'information les moyennes observées entre le 19 mars 2021 et le 30 septembre 2021, soit la période entre les deux annonces des conditions de l'Offre (initiale et révisée) effectuées par la Société. Avant le relèvement du prix de l'Offre à 550 €, le cours n'avait jamais atteint le prix d'offre initial de 440 €.

³⁰ L'activité d'ALMARAI a progressé de 5% en 2020 (contre 1,6% pour BEL) et sa marge de ROC sur CA était de 17% (contre 7,6% pour BEL).

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action
Spot (30/9/2021)	438,00
CMPV 1 mois	437,14
CMPV 60 jours	435,89
CMPV 3 mois	435,86
CMPV 6 mois	435,33

Source : CAPITAL IQ

Depuis l'annonce de l'OPR-RO intervenue le 30 septembre 2021, on observe que le cours de bourse a connu une forte hausse le 5 octobre 2021 pour s'aligner sur les nouvelles conditions offertes. Il est désormais de 545 € et est stable depuis cette date.

Remarque des actionnaires minoritaires

Dans leurs courriers les actionnaires minoritaires B, C, I et H ³¹ notent que le cours de bourse de BEL a été régulièrement au-dessus du prix d'Offre de 440 € entre 2016 et 2018 avec un maximum à 625 € en juin 2017.

Dans leurs courriers les actionnaires minoritaires C et F ³² indiquent que l'assemblée générale a donné l'autorisation au conseil d'administration de BEL de racheter ses propres actions pour un prix pouvant aller jusqu'à 650 €.

Analyse de l'expert indépendant

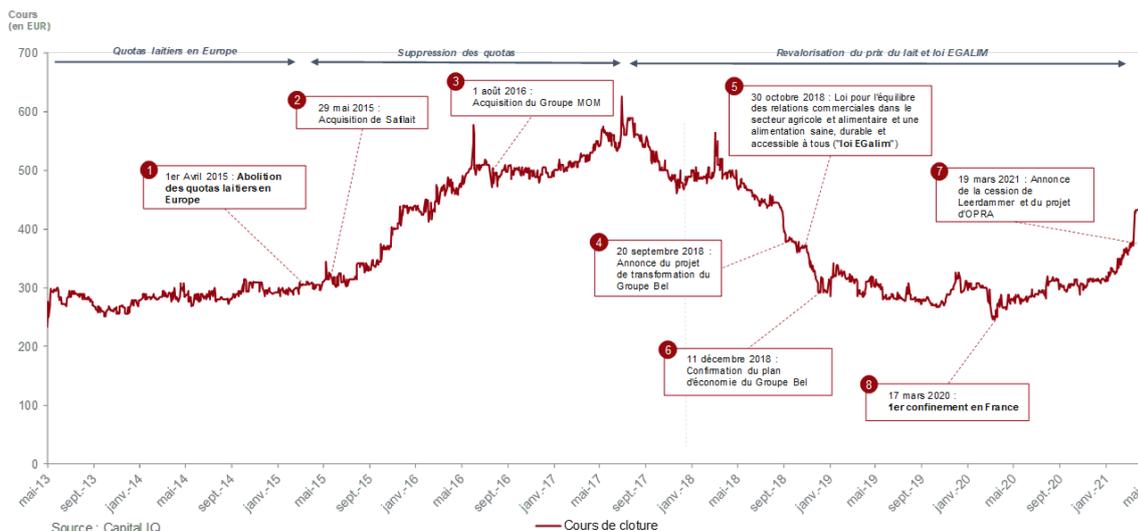
Concernant l'autorisation de rachat des actions BEL, le prix maximum de rachat de ses propres actions par la Société est fixé sur la base d'une formule de calcul préétablie prenant en compte la volatilité historique du cours de bourse. Ce prix ne reflète pas un niveau de valorisation potentiel estimé par le Groupe. Par ailleurs, depuis 2018, le Groupe n'a pas acquis une seule de ses actions à un prix supérieur à 542 € (le 15 mars 2018).

Les références de cours avancées par les actionnaires minoritaires concernent la période 2016-2018 qui correspond à un contexte particulier. La filière du lait est sensible aux évolutions réglementaires encadrant le prix du lait. Comme le montre le graphique ci-dessous, le cours de bourse du Groupe est corrélé en partie à l'évolution des prix de cette matière première.

³¹ Courriers du 30 mars 2021 (B), 30 avril 2021, 7 et 22 mai 2021 (C), 30 mars 2021 (I) et 13 avril 2021 (H).

³² Courriers du 7 mai 2021 (C) et 29 mars 2021 (F).

Evolution du cours de l'action BEL sur 8 ans depuis le 5 mai 2013



La suppression des quotas laitiers européens en avril 2015, a entraîné une baisse importante des prix du lait permettant aux fabricants de produits laitiers de s'approvisionner en matières premières à un prix plus bas qui leur a permis d'améliorer leur performance financière au détriment des producteurs de matières premières. Cette situation a conduit à une forte hausse du cours de bourse des sociétés en bénéficiant. Ainsi, le cours de bourse de BEL a progressé à partir de mai 2015 passant de 305 € par action le 4 mai 2015 à 626 € par action le 4 juillet 2017, le plus haut atteint avant l'entrée en vigueur de l'incidence des revalorisations négociées par les producteurs.

En juin 2017, les producteurs de matières premières ont obtenu une inversion de cette situation avec une revalorisation significative du prix du lait qui a été consolidée par l'entrée en vigueur fin 2018 de la loi Egalim. Les industriels et distributeurs ont concédé des revalorisations tarifaires sur le lait dont le prix ne résulte plus de la demande, mais de l'offre et des coûts de production, en fonction d'indicateurs économiques transmis par les filières agricoles. En conséquence, les marges des fabricants de produits laitiers se sont dégradées. BEL a initié un plan de transformation et d'économies en 2018 afin de s'adapter aux nouvelles mesures réglementaires. Sur cette période le cours de bourse de BEL s'est dégradé passant de 626 € par action en juillet 2017 à 292 € le 11 décembre 2018 (date de confirmation du plan d'économies de BEL).

Ainsi, les plus hauts historiques du cours de bourse de BEL observés entre 2016 et 2017 ont donc été atteints dans un environnement très favorable où le prix d'achat du lait était faible à la suite de l'abandon des quotas laitiers. Cette situation n'a été que transitoire et est résolue dans la mesure où l'encadrement du prix du lait est strict afin de ne pas pénaliser les producteurs (notamment suite au contrat signé avec l'APBO en décembre 2017 définissant un prix annuel fixe de 35 €/100L). Dès lors cette référence n'est pas pertinente dans le contexte de l'Offre.

La situation future de BEL ne peut intégrer un retour à la situation passée. L'amélioration de sa performance financière attendue est reflétée, selon nous, dans le Plan Stratégique que nous avons examiné, qui aboutit à une valeur fondamentale sensiblement supérieure à son cours actuel.

Enfin, rappelons que nous retenons le cours de bourse à titre indicatif compte tenu de ses caractéristiques étudiées (flottant limité et faible liquidité³³). Ce critère ne peut être retenu en fonction de son seul niveau sur une période donnée qui n'est en outre pas reproductible.

5.5.3.2 Transactions comparables

5.5.3.2.1 Multiples observés sur les transactions comparables

Nous avons analysé les transactions intervenues depuis 2017 sur des sociétés appartenant aux secteurs dans lesquels évolue BEL et portant sur une part significative du capital des sociétés acquises. Comme indiqué ci-avant, et de manière analogue à l'approche fondée sur les comparables boursiers, nous avons retenu des multiples basés sur le ROC.

Nous avons identifié les transactions suivantes pour lesquelles des informations publiques étaient disponibles.

- L'acquisition de LION DAIRY & DRINKS PTY LTD par BEGA CHEESE annoncée le 26 novembre 2020. LION DAIRY & DRINKS PTY LTD est une société australienne spécialisée dans la production et la commercialisation de produits laitiers (lait, yaourts, crèmes, desserts lactés et fromages) ;
- L'acquisition de la branche fromages naturels de KRAFT HEINZ par LACTALIS annoncée le 15 septembre 2020 ;
- L'acquisition de NUOVA CASTELLI par LACTALIS annoncée le 29 mai 2019. NUOVA CASTELLI est une société italienne de production et de distribution de fromages AOP italiens ;
- L'acquisition de WESTLAND CO-OPERATIVE DAIRY par HK JINGANG TRADE HOLDING annoncée le 7 mars 2019. WESTLAND CO-OPERATIVE DAIRY est une entreprise sud-africaine laitière basée en Nouvelle-Zélande ;
- L'acquisition de DAIRY CREST GROUP PLC par SAPUTO annoncée le 22 février 2019. DAIRY CREST GROUP est une société laitière du Royaume-Uni qui fabrique et distribue du fromage, du beurre, de la tartinaie et de l'huile de grandes marques britanniques ;
- L'acquisition de CLOVER INDUSTRIES LIMITED par BRIMSTONE INVESTMENT CORPORATION & AUTRES annoncée le 4 février 2019. CLOVER INDUSTRIES LIMITED est une entreprise située en Afrique du Sud qui produit et commercialise principalement des produits laitiers de marque (lait, yaourts, fromages...) et des jus de fruits ;
- L'acquisition de UPFIELD HOLDINGS BV par KKR annoncée le 15 décembre 2017. UPFIELD HOLDINGS BV est une société néerlandaise dont l'activité est la production et la vente de pâtes à tartiner végétales.

³³ Ces caractéristiques étaient également observées pendant la période au cours de laquelle les cours de l'action étaient élevés

- L'acquisition de VIGOR ALIMENTOS S.A. par GRUPO LALA annoncée le 3 août 2017. VIGOR ALIMENTOS est une société brésilienne qui produit et commercialise des produits laitiers (yaourts, lait aromatisé...);
- L'acquisition de STONYFIELD FARM, INC. par LACTALIS annoncée le 1^{er} juillet 2017. STONYFIELD FARM est une société américaine spécialisée dans le yaourt et les produits laitiers bio, et présente aux États-Unis, au Canada et en Europe ;
- L'acquisition de GLANBIA DAIRY IRELAND par GLANBIA CO-OPERATIVE SOCIETY annoncée le 22 février 2017. GLANBIA DAIRY IRELAND est une société irlandaise qui produit et commercialise des produits laitiers, nutritionnels et alimentaires à destination des industries agroalimentaire et pharmaceutique.

Les multiples ont été obtenus sur la base des agrégats issus des comptes de l'exercice en cours au moment de la transaction. Le détail des multiples par transaction est le suivant :

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (m€)	xROC
26-nov.-20	Lion Dairy & Drinks Pty Ltd	Australie	Bega Cheese	100,0 %	330	25,4x
15-sept.-20	Kraft Heinz (Natural Cheese Business)	Etats-Unis	Lactalis	100,0 %	2 701	nc
29-mai-19	Nuova Castelli	Italie	Lactalis	100,0 %	300	nc
7-mars-19	Westland Co-operative Dairy	NZ	HK Jingang Trade Holding	100,0 %	933	16,2x
22-févr.-19	Dairy Crest Group plc	UK	Saputo Inc.	100,0 %	1 403	17,1x
4-févr.-19	Clover Industries Limited	Afrique du Sud	Brimstone Investment Corporation & autres	100,0 %	355	9,2x
15-déc.-17	Upfield Holdings BV	Pays-Bas	KKR	100,0 %	7 075	nc
3-août-17	Vigor Alimentos S.A.	Brésil	Grupo Lala	100,0 %	1 320	21,8x
1-juil.-17	Stonyfield Farm, Inc.	Etats-Unis	Lactalis	100,0 %	770	nc
22-févr.-17	Glanbia Dairy Ireland	Irlande	Glanbia co-operative Society	60,0 %	112	11,1x
Moyenne						16,8x

Source: Capital IQ, Mergermarket

5.5.3.2.2 ROC de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens aux montants de ROC 2020 et 2021e hors contribution du Périmètre LEERDAMMER pour ces deux années.

Par analogie avec la mise en œuvre de la méthode des sociétés comparables cotées, nous avons procédé aux retraitements précités.

Ainsi le ROC de référence a été minoré d'un montant de 5 M€ par an correspondant à des charges récurrentes présentées en dessous du ROC (cf.§5.5.2.1.2) observées historiquement chez BEL par le management et constatées en résultat non courant dans les comptes consolidés de BEL.

Nous avons retraité le montant des disynergies mentionnées dans le Plan Stratégique post cession du Périmètre LEERDAMMER (incluant les disynergies complémentaires présentées dans les ajustements réalisés sur le Plan Stratégique dans la mise en œuvre de la méthode DCF cf. §5.5.1.1). Ces disynergies ayant vocation à être absorbées par le développement de l'activité du Groupe, nous les avons retenues non pas au niveau du ROC auquel est appliqué le multiple concerné mais dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Afin d'obtenir la valeur des fonds propres à partir de la valeur d'entreprise déterminée en appliquant au ROC de référence les multiples de l'échantillon, nous avons ainsi retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de -885,3 M€³⁴. Il correspond au montant du passage VE-VFP hors IFRS 16 de -831,2 M€ (cf. §5.4.2) dans la mesure où l'agrégat retenu (ROC) intègre les charges liées aux contrats de location, majoré de l'incidence des disynergies liées à la cession périmètre LEERDAMMER (soit -54,7 M€).

5.5.3.2.3 Fourchette de valorisation de BEL selon les multiples de transactions comparables

Synthèse (M€)	x ROC	
	2020	2021e
Valeur d'entreprise	3 915	3 243
Valeur des fonds propres	3 029	2 357
Valeur par action (€)	628	489

L'application du multiple moyen observé sur les transactions comparables aux ROC 2020 et 2021e de BEL, fait ressortir une valeur des fonds propres comprise entre 2.357 M€ et 3.029 M€, soit entre 489 € et 628 € par action.

Les prix observés pour les transactions identifiées tiennent compte du contexte dans lequel elles se situent. Il s'agit principalement de projets de rapprochement industriels et intègrent par conséquent des primes liées à la prise de contrôle et aux synergies attendues de l'acquisition par l'acquéreur. Un tel scénario, exclu par le management de BEL, n'est pas celui de l'Offre sur les actions de BEL. Il pourrait toutefois être utile de l'examiner pour considérer le prix que le Groupe pourrait atteindre dans un tel scénario.

Dans le contexte, nous ne présentons en conséquence cette méthode qu'à titre indicatif.

Remarques des actionnaires minoritaires

Dans leurs courriers les actionnaires minoritaires A, B, C, D, G, I et J³⁵ notent que certaines transactions comparables récentes extériorisent des multiples de chiffre d'affaires, d'EBITDA et d'EBIT plus importants que ceux extériorisés par le prix initialement proposé (440 € par action).

Ils mentionnent notamment les acquisitions de MOM par BEL en 2016 et font référence aux conditions de l'option d'achat exercée en avril 2021, la vente à LACTALIS de KRAFT HEINZ et la vente à SAPUTO de DAIRY CREST.

Enfin, l'actionnaire minoritaire E critique³⁶ l'absence de référence à cette méthode, qu'il juge devoir être la méthode principale d'évaluation, dans les éléments d'appréciation du Prix d'Offre figurant dans le Projet de Note d'Information.

³⁴ Passage VE -VFP de 830,6 M€ et disynergies de 54,7 M€ = 882,9 M€.

³⁵ Courriers du 26 mars 2021 (J), 29 mars 2021 (A), 30 mars 2021 (B et I), 31 mars 2021 (G), du 7 et 22 mai 2021 (C) et le 10 juin 2021 (D).

³⁶ Message du 26 octobre 2021 adressé au Directoire d'UNIBEL.

Analyse de l'expert indépendant

Contrairement aux éléments d'appréciation du Prix d'Offre mentionnés par l'Etablissement Présentateur dans le Projet de Note d'Information, nous avons mis en œuvre cette approche par les transactions comparables à titre indicatif et nous présentons les résultats obtenus.

Cependant nous ne considérons pas qu'il s'agit de la principale méthode d'évaluation dans le cadre de l'Offre. Comme évoqué précédemment nous ne retenons qu'à titre indicatif la méthode des transactions comparables dans la mesure où les prix d'acquisition observés (qui s'inscrivent dans le cadre de projets industriels) intègrent des primes liées à la prise de contrôle et aux synergies attendues par l'acquéreur.

Par ailleurs, le Groupe familial FIEVET BEL qui contrôle UNIBEL nous a confirmé (i) sa volonté d'assurer la stabilité du contrôle du Groupe et à en préserver le caractère familial conformément aux objectifs déjà énoncés dans le Pacte et, (ii) ne pas envisager de cession de contrôle du Groupe.

Concernant l'exercice de l'option d'achat des minoritaires de MOM en avril 2021 (17,5% du capital) pour 152 M€, le prix d'acquisition avait été fixé lors de l'acquisition de 65% du capital de MOM par BEL réalisée en décembre 2016. Les modalités de calcul sont définies en annexe de la promesse d'achat et de vente signée le 15 décembre 2016 entre le groupe BEL acquéreur et les actionnaires cédants. Le prix ainsi déterminé est le résultat de l'application d'une formule définissant le niveau de multiple à appliquer à l'EBITDA. Ce niveau de multiple est fonction de l'évolution annuelle moyenne du chiffre d'affaires depuis l'acquisition. L'EBITDA retenu correspond à une moyenne pondérée des EBITDA sur différentes périodes historiques et prévisionnelles court terme à la date de l'exercice de l'option. Le prix payé lors de la levée de l'option s'inscrit dans le cadre global des conditions de l'acquisition de MOM négociées en 2016.

5.5.3.3 Valeur induite par le cours de bourse d'UNIBEL

UNIBEL détient directement et indirectement 89,4% de BEL (après annulation de l'autocontrôle correspondant aux actions auto-détenues par BEL et à la participation de SICOPA, filiale à 100% de BEL, de 23,2% du capital de BEL).

Sur la base du cours de bourse d'UNIBEL après l'annonce de l'OPR-RO sur les actions de BEL à un prix de 550 € par action BEL, nous avons déterminé la valeur induite de BEL.

Nous avons calculé la valeur des fonds propres d'UNIBEL sur la base du cours de bourse au 11 octobre 2021 et le nombre d'actions UNIBEL au 30 juin 2021 (hors autocontrôle). Ce nombre a été obtenu en déduisant du nombre total d'actions composant le capital d'UNIBEL (2.323.572 actions) (i) les actions auto-détenues par UNIBEL (31.099 actions) et (ii) les actions UNIBEL détenues par SOFICO (196.350 actions). Nous avons ensuite déduit de la valeur des fonds propres d'UNIBEL les actifs et passifs autres que les titres de BEL sur la base du rapport financier semestriel d'UNIBEL au 30 juin 2021 afin d'obtenir la valeur de 89,5% de BEL détenue par UNIBEL. Enfin sur cette base nous avons déterminé la valeur de 100% des titres de BEL. Les résultats de nos analyses sont les suivants :

Valeur induite Bel par le cours Unibel	
<i>a</i> Cours Unibel au 11/10/2021 (€)	985
<i>b</i> Nombre d'action Unibel (<i>hors autocontrôle</i>)	2 096 123
<i>a x b = c</i> VFP Unibel (M€)	2 065
<i>d</i> Autres actifs Passifs d'Unibel au 30/06/2021	101
<i>c - d = e</i> Valorisation 89,4% Bel (M€)	1 963
<i>(100% x e) / 89,4% = f</i> Valorisation 100% Bel (M€)	2 196
<i>g</i> Nombre d'actions Bel	4 823 304
<i>f/g</i> Valeur par action de Bel (€)	455

Selon l'approche de la valeur induite par le cours de bourse d'UNIBEL, la valeur par action de BEL est de 455 € par action.

Nous rappelons que cette méthode est présentée à titre indicatif dans la mesure où la liquidité et la rotation du capital d'UNIBEL sont très limitées. De plus, le titre dispose d'un niveau de flottant très faible inférieur à 5%.

La valeur induite ainsi obtenue est inférieure de 17% au prix de l'Offre (le prix d'Offre extériorise ainsi une prime de 20,9%).

6. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le Projet de Note d'Information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Ces différents accords connexes sont repris partiellement au §1.1.4 du présent rapport et décrits au § 1.3 du Projet de Note d'Information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

- Le Contrat d'Echange ;
- Les accords transitoires postérieurs à l'Opération d'Echange ;
- Les mécanismes de liquidité.

6.1. Le contrat d'Echange

Le groupe BEL a annoncé dans son communiqué de presse publié le 19 mars 2021 le projet de cession des titres des sociétés ROYAL BEL LEERDAMMER NL, BEL ITALIA, BEL DEUTSCHLAND et BEL SHOSTKA UKRAINE et la marque « LEERDAMMER » et tous ses droits attachés au groupe LACTALIS en échange de 1.591.472 actions BEL SA. L'échange a été finalisé le 30 septembre 2021.

Dans ce contexte, nous avons été désignés en tant qu'expert indépendant le 18 mars 2021 afin d'apprécier le caractère équitable pour les actionnaires de BEL du projet de cession du Périmètre LEERDAMMER en échange de 1.591.472 actions BEL SA, qui constitue un accord connexe à l'OPR-RO dès lors que LACTALIS demeure actionnaire de BEL à hauteur de 0,9 % à l'issue de l'Echange.

L'Echange a été structuré comme un transfert au bénéfice du groupe LACTALIS de titres de différentes entités, ces entités couvrant la distribution de l'ensemble des produits BEL dans les pays concernés et non uniquement celle des produits LEERDAMMER. Dans la mesure où BEL n'aurait donc plus, à la suite de ces transferts, de filiales en Allemagne, Italie et Ukraine, les parties se sont mises d'accord sur les points suivants :

- Constitution par BEL de nouvelles entités en Allemagne et en Italie afin d'avoir une présence commerciale et marketing dans ces pays pour les produits restant la propriété de BEL ;
- Etablissements de contrats de distribution en Allemagne, en Italie et en Ukraine pour la distribution des produits du groupe BEL qui sera assurée par les entités de commercialisation qui auront été transférées à LACTALIS dans le cadre du Périmètre Leerdammer ;
- Possibilité de conclure des contrats de distribution transitoires (durée limitée à 3 mois) dans les pays où BEL est présent afin qu'il continue de distribuer des produits LEERDAMMER pour le compte de LACTALIS.

Les principales diligences que nous avons mises en œuvre dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable de l'Echange sont présentées ci-dessous :

- Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission ;
- Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants de BEL ainsi qu'avec ses conseils juridiques et financiers tant pour appréhender le contexte du Projet d'Echange que pour comprendre la situation financière actuelle de BEL et du Périmètre LEERDAMMER, leurs perspectives d'activité et le plan d'affaires qui en découlent ;
- Nous avons pris connaissance des travaux de détournage mis en œuvre, notamment pour s'assurer de la cohérence des données financières historiques et prévisionnelles du Périmètre LEERDAMMER sur lesquels nos travaux s'appuient ;
- Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques et structurantes sur lesquelles s'appuient les données prévisionnelles sous tendant le plan d'affaires de BEL ;
- Nous avons mis en œuvre une approche multicritère adaptée aux actions BEL et au Périmètre LEERDAMMER sur des bases homogènes permettant de fixer des valeurs relatives comparables pour chacun de ces deux périmètres. Ces travaux intègrent :
 - Une analyse de sensibilité des valeurs relatives et du rapport d'échange en découlant sur les paramètres et agrégats structurants de l'évaluation (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini, résultats opérationnels...);
 - L'examen du positionnement du rapport d'échange par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation mis en œuvre pour chacun des deux périmètres BEL et LEERDAMMER.
- Nous avons également procédé à l'analyse des conséquences de l'Echange pour l'actionnaire de BEL, ce qui suppose notamment d'examiner :
 - L'estimation des disynergies résultant de la cession du Périmètre LEERDAMMER, présentées au Comité Stratégique le 15 juin 2021, et leur incidence sur le patrimoine et la rentabilité du groupe BEL post cession (du fait d'une moindre absorption des coûts fixes notamment) ;
 - Les effets de dilution/reduction du résultat par action en valeur.
- Nous avons effectué l'examen des versions projets à la date de notre rapport³⁷ des accords devant être conclus dans le cadre de la cession du Périmètre LEERDAMMER, et notamment les accords de distribution devant être signés avec le groupe LACTALIS pour les produits BEL et LEERDAMMER ;
- Nous avons effectué une restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité Ad Hoc que nous avons tenu informé d'éventuelles difficultés et avec lequel des réunions de travail ont été réalisées ;

³⁷ Emis le 8 juillet 2021

- Nous avons établi un rapport le 8 juillet 2021 dont la conclusion est présentée sous la forme d'une attestation d'équité, à destination du Conseil d'administration de BEL.

Dans ce cadre, nous avons mis en œuvre une approche multicritères adaptée aux actions BEL et au Périmètre LEERDAMMER sur des bases homogènes permettant de fixer des valeurs relatives comparables pour chacun de ces deux périmètres.

Nous avons mis en œuvre (i) à titre principal, la méthode DCF, (ii) à titre secondaire la méthode des comparables boursiers et (iii) à titre indicatif la méthode des transactions comparables.

Nous avons analysé les conséquences de l'Echange pour l'actionnaire de BEL. Nos analyses intègrent les surcoûts résultant de la cession du Périmètre LEERDAMMER (disynergies). Ils sont constitués des coûts nécessaires à la réorganisation des réseaux de distribution et de commercialisation en Allemagne et en Italie et d'une moindre absorption de certains coûts fixes du Groupe, dès lors que ceux-ci seront répartis sur une masse moins importante du fait de cette cession d'activité.

Afin de s'assurer que ces disynergies ne remettaient pas en cause l'intérêt de l'Echange pour l'actionnaire de BEL d'un point de vue financier nous avons mesuré leur impact.

Ainsi, pour analyser les conséquences de l'Echange pour les actionnaires de BEL nous avons simulé l'impact de la cession du Périmètre LEERDAMMER sur le ROC et le résultat net, ainsi que sur la valeur de BEL par action selon l'approche intrinsèque de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Les différentes analyses réalisées (sur les ROC et résultats nets prévisionnels 2021B-2023e) conduisent à une relation du ROC par action après cession et disynergies.

Nous avons remis notre rapport au Conseil d'administration de la Société le 8 juillet 2021 concluant sur les conditions financières de l'Echange et son caractère équitable pour les actionnaires minoritaires de BEL.

A l'issue de nos travaux nous avons conclu que la parité offerte de 1.591.472 actions BEL en échange du Périmètre LEERDAMMER est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de BEL. La conclusion de notre attestation d'équité concernant l'Echange est présentée ci-dessous.

« L'échange proposé s'inscrivant dans le cadre d'une opération participant au pivotement stratégique de la Société, nous sommes d'avis que la parité offerte de 1.591.472 actions BEL pour le Périmètre LEERDAMMER est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de BEL, dès lors que (i) l'échange présente un effet globalement relatif sur chacun des agrégats examinés, (ii) que nous n'identifions pas d'autres conséquences négatives pour l'actionnaire de BEL autres que les disynergies estimées par le management et prises en compte dans nos analyses ».

Au regard de cette conclusion, nous relevons que les effets de relation consécutifs à l'Echange ont été intégrés dans nos travaux d'évaluation de BEL dans le cadre de l'OPR-RO.

6.2. Les accords transitoires postérieurs à l'Opération d'Echange

L'opération d'Echange comprend la conclusion d'accords transitoires relatifs à :

- (a) « la distribution des produits du groupe Bel par Lactalis dans l'ensemble des pays concernés par l'Opération d'Echange, soit l'Allemagne, l'Italie, l'Ukraine et l'Autriche ;
- (b) la distribution des produits Leerdammer par Bel en France, Belgique, Royaume-Uni/Irlande, Suisse, Pays-Bas, Slovaquie, République Tchèque, Grèce, Espagne, Hongrie et Roumanie ;
- (c) la fourniture de services par le Groupe Bel au Groupe Lactalis dans certains domaines (notamment informatique, sourcing, marketing, finance, Master Data) ;
- (d) la fourniture de services par le Groupe Lactalis au Groupe Bel dans certains domaines (notamment supply chain, recherche et développement, finance, ressources humaines, vente, marketing) ;
- (e) l'octroi par Bel d'une licence de marques, de brevet et de savoir-faire au Groupe Lactalis sur le territoire ukrainien ; et
- (f) l'octroi par Bel aux entités du Périmètre Leerdammer d'une licence de marque ».

Selon notre analyse, les accords transitoires n'ont pas de clause financière assimilable à un complément ou à un ajustement de prix des actions cédées, ou à une garantie quelconque qui aurait été consentie par l'Initiateur au bénéfice de l'actionnaire LACTALIS.

Les conditions des accords transitoires ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.3. Les mécanismes de liquidité

L'Initiateur envisage de mettre en place après la date de clôture de l'Offre un mécanisme de liquidité au profit des titulaires d'actions gratuites en cours d'acquisition.

« En vertu du Mécanisme de Liquidité, l'Initiateur proposera à chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition de conclure :

- (i) une promesse d'achat, exerçable par chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition à compter du premier jour ouvré suivant la date d'attribution définitive de leurs Actions Gratuites en Cours d'Acquisition (la « Promesse d'Achat ») ; et
- (ii) une promesse de vente consentie par chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition au bénéfice de l'Initiateur (la « Promesse de Vente » et, avec la Promesse d'Achat, les « Promesses »), exerçable :
 - (a) à l'issue de l'expiration de la période d'exercice de la Promesse d'Achat (à défaut d'exercice de celle-ci par le bénéficiaire d'Actions sous Promesse) ; ou

- (b) à compter du premier jour ouvré suivant le départ du Groupe Bel du bénéficiaire d'Actions sous Promesse (à défaut d'exercice de la Promesse d'Achat ou de la Promesse de vente visée au (a) ci-dessus).

Le prix d'exercice des Promesses correspondrait :

- au Prix d'Offre par Action concernant l'ensemble des Actions sous Promesse devant être attribuées le 22 mai 2022 ; et
- à un prix par Action déterminé selon une méthode cohérente avec le Prix d'Offre par Action concernant les Actions sous Promesse devant être attribuées le 21 mars 2023 ».

Le projet de note en réponse qui sera déposé par BEL auprès de l'AMF indique par ailleurs que :

« L'Initiateur a, depuis le dépôt du Projet de Note d'Information, informé la Société de sa décision de modifier certains éléments du Mécanisme de Liquidité afin que celui-ci soit en cohérence avec les termes des plans d'intéressement à long terme relatifs aux Actions Gratuites en Cours d'Acquisition :

- (i) le prix d'exercice des Promesses correspondrait désormais au Prix d'Offre par Action pour l'ensemble des Actions sous Promesse, quelle que soit leur date d'attribution ; et
- (ii) la Promesse de Vente serait exerçable uniquement à l'issue de l'expiration de la période d'exercice de la Promesse d'Achat (à défaut d'exercice de celle-ci par le bénéficiaire d'Actions sous Promesse) et non plus également en cas de départ du Groupe Bel du bénéficiaire d'Actions sous Promesse ».

Les dispositions relatives au mécanisme de liquidité au profit des titulaires d'actions gratuites ne sont, selon nous, pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.4. Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

L'Initiateur nous a confirmé n'avoir connaissance d'aucun autre accord conclu ou à conclure avec des actionnaires dans le cadre de la présente Offre à l'exception des contrats de cession d'Actions à conclure entre certains membres du Groupe Familial FIEVET-BEL et l'Initiateur, tels que mentionnés à la section 1.2.1. Ces opérations seront effectuées au prix d'Offre soit 550 € par action BEL.

7. Analyse et appréciation des observations reçues des actionnaires minoritaires

Comme précisé ci-avant, nous avons été sollicités par dix actionnaires comprenant notamment l'une des trois branches fondatrices. Parmi ces 10 actionnaires 5 d'entre eux ont demandé un rendez-vous. Nous avons entendu respectivement l'actionnaire A le 26 mars 2021, l'actionnaire C le 18 mai 2021, l'actionnaire B le 21 mai 2021 et l'actionnaire D correspondant à l'une des branches fondatrices le 31 mai 2021 accompagné de son conseil juridique ainsi que de l'actionnaire E. Nous avons à nouveau rencontré l'actionnaire D le 7 septembre 2021³⁸ accompagné également de son conseil juridique mais également de l'évaluateur qu'il a mandaté et qui nous a présenté, à cette date, un résumé de son rapport dont la version complète nous a été transmise le 9 septembre 2021.

Nous avons sollicité l'Initiateur, l'Etablissement Présentateur, ainsi que le management de BEL et d'UNIBEL pour obtenir de leur part les commentaires qu'appelaient les arguments soulevés par les actionnaires qui nous ont saisis.

Conformément à l'article 3 de l'instruction 2006-08 de l'AMF, nous indiquons ci-dessous les références du rapport auxquelles renvoient nos analyses et appréciations concernant les observations écrites des actionnaires minoritaires et les commentaires formulés par les parties concernées.

Ce tableau mentionne les observations formulées par les actionnaires minoritaires qui ont sollicité un rendez-vous, soit l'actionnaire A, l'actionnaire B, l'actionnaire C, l'actionnaire D et l'actionnaire E. Il y figure également les observations des 5 autres actionnaires non rencontrés, soit l'actionnaire F, l'actionnaires G, l'actionnaire H, l'actionnaire I et l'actionnaire J.

Il présente les thèmes abordés par les actionnaires minoritaires. En effet une grande partie des thèmes font l'objet d'observations par plusieurs actionnaires.

Nous renvoyons aux développements concernés dans le rapport.

Nous avons fait figurer séparément les observations formulées par les actionnaires D et E postérieurement à l'augmentation du prix d'Offre à 550 € qui ont été portées à notre connaissance.

Nous renvoyons également aux développements concernés dans le rapport.

Nous précisons que nous n'apportons pas de commentaires sur les parties du courrier de l'actionnaire D adressé à l'AMF le 15 octobre 2021 qui présentent un caractère juridique car cela n'entre pas dans le cadre de notre mission.

³⁸ L'Actionnaire E a également assisté à cette réunion par visio conférence

7.1. Observation des actionnaires minoritaires après l'annonce le 19 mars 2021 d'un prix d'offre de 440 €

#	Thématique	Observations	Actionnaires minoritaires concernés	Date des courriers	Analyse Finexsi
#1	Transactions	Eventuels Prix d'offres informelles récentes faites pour prendre le contrôle du Groupe Bel	Actionnaire D Actionnaire E	04/05/2021, 10/06/2021 et 09/09/2021 25/05/2021	Traité en §5.5.3.2
		Les multiples de CA, EBITDA et EBIT extériorisés par des transactions récentes sont plus importants que les multiples induits par l'offre (<i>acquisitions de MOM par Bel en 2016 et l'option d'achat exercé en avril 2021, la vente de Lactalis de Kraft Heinz et la vente à Saputo de Dairy Crest</i>)	Actionnaire D Actionnaire B Actionnaire C Actionnaire A Actionnaire G Actionnaire I Actionnaire J	04/05/2021, 10/06/2021 et 09/09/2021 23/03/2021 et 30/03/2021 30/04/2021, 07/05/2021 et 22/05/2021 29/03/2021 31/03/2021 30/03/2021 26/03/2021	Traité en §5.5.3.2
#2	Comparables boursiers	Echantillons retenus	Actionnaire D	04/05/2021, 10/06/2021 et 09/09/2021	Traité en §5.5.2.1
		multiple des comparables boursiers au regard de ceux induits par le prix d'offre	Actionnaire D	04/05/2021, 10/06/2021 et 09/09/2021	Traité en §5.5.2.1
#3	Somme des parties	L'évaluation de Bel retraité de la valorisation de MOM sur la base de l'exercice de la promesse de vente en avril 2021 concernant 17,56% du capital de MOM et de la cession de Leerdammer fait apparaître des multiples très inférieurs à ceux des comparables côtés dans les activités fromagères de marques (Emmi, Saputo, Almarai) ou de snacking (Mondelez, Hershey, Lotus ou Kraft)	Actionnaire D	04/05/2021, 10/06/2021 et 09/09/2021	Traité en §5.2
#4	Taux d'actualisation	Taux calculés pour le Groupe Bel dans son ensemble entre 4,16% et 4,20%	Actionnaire D	04/05/2021, 10/06/2021 et 09/09/2021	Traité en §5.5.1.1.5
#5	Cours de bourse	Autorisation à Bel de racheter ses propres actions pour un prix pouvant aller jusqu'à 650 euros par action (AG du 11 mai 2021). Rachat d'actions à 590 euros en 2017	Actionnaire C Actionnaire F	30/04/2021, 07/05/2021 et 22/05/2021 29/03/2021	Traité en §5.5.3.1
		Cours de bourse historique au-dessus du prix d'offre entre 2016 et 2017	Actionnaire B Actionnaire C Actionnaire H Actionnaire I	23/03/2021 et 30/03/2021 30/04/2021, 07/05/2021 et 22/05/2021 13/04/2021 30/03/2021	Traité en §5.5.3.1
#6	Dividendes	Absence de dividendes versés au titre de l'exercice 2020	Actionnaire B Actionnaire F Actionnaire G	23/03/2021 et 30/03/2021 29/03/2021 31/03/2021	Traité en §5.1.3

7.2. Observation des actionnaires minoritaires après l'annonce le 30 septembre 2021 d'un prix d'offre de 550 €

#	Thématique	Observations	Actionnaires minoritaires concernés	Date des courriers	Analyse Finexsi
#1	Transactions	La méthode des transactions comparables n'a pas été retenue par l'établissement présentateur	Actionnaire E	26/10/2021	Traité en §5.5.3.2
#2	Juridique	N/A	Actionnaire D	15/10/2021	N/A

8. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'Etablissement Présentateur

BNP PARIBAS, agissant en tant qu'Etablissement Présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du Projet de Note d'Information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de l'Etablissement Présentateur en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

8.1. Choix des critères d'évaluation

L'Etablissement Présentateur retient, à titre principal, la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et, à titre secondaire, la méthode des comparables boursiers. A titre indicatif, il a retenu la référence au cours de bourse.

L'Etablissement Présentateur a écarté les méthodes de l'actif net comptable, de l'actif net réévalué (ANR), de l'actualisation des dividendes futurs, de la référence aux objectifs de cours des analystes ainsi que la méthode des transactions comparables.

Nous présentons pour notre part, à titre principal la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie. Nous présentons le critère des comparables boursiers à titre secondaire. Enfin, à titre indicatif nous retenons l'analyse du cours de bourse ainsi que la valeur induite par le cours de bourse d'UNIBEL. Nous retenons pour notre part le critère des transactions comparables à titre indicatif également.

Nous sommes en accord avec les autres méthodes écartées par l'Etablissement Présentateur, à savoir l'actif net comptable, l'actif net réévalué, la référence aux objectifs de cours des analystes ainsi que l'actualisation des flux futurs de dividendes.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

8.2. Mise en œuvre des différents critères

8.2.1. Données de référence

Nombre d'actions retenues

S'agissant du nombre d'actions, BNP PARIBAS retient le nombre d'actions au 30 juin 2021, soit 4.807.213 actions après déduction de l'auto-détention (incluant la boucle d'auto-contrôle ainsi que les actions de BEL détenues par SICOPA et reçues de LACTALIS en échange du Périmètre LEERDAMMER).

Nous retenons pour notre part le nombre d'actions au 30 juin 2021 après déduction de l'auto-détention (incluant l'auto-contrôle et les actions BEL détenues par SICOPA) et prise en compte des plans d'attribution d'actions gratuites en cours. Le nombre d'actions retenu est de 4.823.304.

Il présente une différence peu significative de 16.091 actions, représentant 0,3% du nombre d'actions retenues (soit un impact de 1,7 € par action). Elle s'explique par un écart de + 21.207 actions liées au plan d'attribution gratuite d'actions pris en compte par FINEXSI et une minoration de - 5.116 actions retenues au titre de la boucle d'autocontrôle par l'Etablissement Présentateur.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'Etablissement Présentateur retient une dette financière nette ajustée de -1.184,4 M€ au 30 septembre 2021.

Nous retenons pour notre part une dette financière nette ajustée de -830,6 M€ (hors IFRS 16) au 30 juin 2021 par cohérence avec les derniers états financiers du groupe BEL publiés. L'écart soit 353,8 M€ s'explique par les différences suivantes de traitement entre notre approche et celle de l'Etablissement Présentateur :

- La prise en compte par BNP PARIBAS des loyers liés aux contrats de location (IFRS 16) dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour leur montant actualisé (-351 M€). Nous avons pour notre part retenu ces loyers dans les flux de trésorerie et donc dans le calcul de la valeur d'entreprise de BEL sur la base de la méthode DCF ;
- La prise en compte par BNP PARIBAS des disynergies et des charges non récurrentes pour respectivement -31 M€ et -17 M€ (en valeur actualisée) dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres. Nous avons pour notre part retenu ces charges dans les flux prévisionnels de trésorerie ;
- La prise en compte en compte par BNP PARIBAS de la trésorerie générée entre juin et septembre 2021 de +27 M€ dans la mesure où les travaux d'évaluation ont été réalisés à la date du 30 septembre 2021. Nous avons pour notre part réalisé nos travaux d'évaluation à la date du 1^{er} juillet 2021 en cohérence avec les derniers états financiers disponibles soit les comptes semestriels au 30 juin 2021 ;
- La prise en compte par Finexsi de provisions pour risques fiscaux de -7,8 M€ qui n'ont pas été retenues par l'Etablissement Présentateur.

8.2.2. Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Concernant les données du plan d'affaires considérées

BNP PARIBAS s'est référée au Plan Stratégique pour la période 2021B-2024e et a exclu les effets de la norme IFRS 16 en réintégrant les charges de loyers dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (cf. ci-dessus).

Nous avons réalisé ce retraitement en retenant pour notre part cet impact dans les flux de trésorerie du Plan Stratégique.

De la même façon que l'Etablissement Présentateur nous avons prolongé le Plan Stratégique sur une période de 5 années soit de 2025e à 2029e.

L'Etablissement Présentateur a mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels en date du 1^{er} octobre 2021. Pour notre part, nous avons mis en œuvre cette méthode en date du 1^{er} juillet 2021 par cohérence avec la dette nette ajustée au 30 juin 2021 déterminée sur la base des derniers états financiers de BEL disponibles (rapport financier semestriel de BEL au 30 juin 2021).

S'agissant des hypothèses de marge normative (2029e), nous avons retenu dans la valeur terminale un taux de marge de ROC sur chiffre d'affaires correspondant à l'objectif stratégique du Groupe à moyen terme soit 10%. L'Etablissement Présentateur a pour sa part retenu un taux de marge de ROC sur chiffre d'affaires après produit et autres charges de 9%.

BNP PARIBAS a retenu des investissements stables sur la période de prolongement ainsi qu'en année normative représentant 4,5% du chiffre d'affaires. Nous avons pour notre part intégré en début de période d'extrapolation des investissements complémentaires nécessaires à l'atteinte de l'objectif stratégique à moyen terme du groupe de marge de ROC sur chiffre d'affaires de 10% (cf. §5.5.1.1.1). Nous avons ensuite fait décroître le niveau d'investissements exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires jusqu'à 4% correspondant au niveau normatif retenu par référence aux données observées historiquement.

Concernant les hypothèses financières

De la même façon que l'Etablissement Présentateur, nous retenons un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

Concernant le taux d'actualisation, nous retenons un coût moyen pondéré du capital de 7,7%. L'Etablissement Présentateur a pour sa part calculé un coût des fonds propres de 8,03% sur la base :

- D'un taux sans risque européen de 0,42% (moyenne sur un an du rendement de l'obligation allemande à 10 ans). Nous avons pour notre part retenu un taux moyen OAT TEC 10 ans (moyenne 1 an au 30 septembre 2021) de -0,1% ;
- D'une prime de risque de marché de 11,49% (moyenne un an de la prime de marché Europe sur la base des informations de Bloomberg). Nous retenons une moyenne un an au 30 septembre 2021 de la prime de risque marché Europe déterminée par Associés en Finance, soit 7,75%.
- D'un bêta action de 0,67x induit par la médiane des bêta prédictifs désendettés de l'échantillon des sociétés comparables. Nous retenons un bêta action désendetté de 0,81 sur la base de l'échantillon de des comparables boursiers que nous avons retenus.
- D'une prime de risque pays de 0,76%. Nous retenons également ce même niveau de prime.

Pour notre part nous retenons également une prime de risque spécifique de 0,5% dans la détermination du coût moyen pondéré du capital reflétant le risque de réalisation de l'atteinte d'une marge de ROC sur chiffre d'affaires de 10%, les difficultés rencontrées sur la zone MENA et la volatilité des prix des matières premières.

Concernant la valeur par action

L'Etablissement Présentateur retient une fourchette de valeurs comprises entre 408 € et 528 €, avec une valeur centrale de 465 €. Pour notre part, nous retenons une fourchette de valeurs comprises entre 483 € et 550 €, avec une valeur centrale de 516 € par action.

8.2.3. Méthode des comparables boursiers

Echantillon sélectionné

L'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon principal composé de 7 producteurs laitiers dont la capitalisation boursière est comprise entre 977 M€ et 9.587 M€.

Pour notre part, nous avons retenu un échantillon plus restreint composé de 4 sociétés productrices de produits laitiers.

En effet, contrairement à l'établissement présentateur, nous n'avons pas retenu MEIJI HOLDINGS, YAKULT HONSHA et BRIGHT DAISY FOOD dans la mesure où nous considérons que ces sociétés exercent leurs activités principalement en Asie qui est une zone géographique où le groupe BEL n'est presque pas présent. Concernant MEIJI HOLDINGS en particulier, qui présente des multiples inférieurs, nous considérons que son mix-produit n'est pas comparable avec BEL dans la mesure où seul 40% de son activité concerne des produits laitiers et que ses autres activités portent sur des secteurs non comparables (pharmacie...).

Sur ces bases l'échantillon de l'Etablissement Présentateur mentionne des multiples médians compris entre 12,5x (2023e) et 13,7x (2022e). Notre échantillon extériorise des multiples supérieurs, soit 17,9x, 15,7x et 13,8x pour respectivement 2021e, 2022e et 2023e.

Agrégats et multiples retenus

BNP PARIBAS retient les valeurs extériorisées par l'application des multiples d'EBIT (ROC) sur la base des agrégats prévisionnels 2022e et 2023e. Le ROC de référence retenu a été minoré d'un montant de 10 millions d'euros correspondant aux charges récurrentes non comprises dans le ROC tel qu'indiqué oralement par le management.

Pour notre part, nous retenons comme agrégats de référence les ROC prévisionnels 2021e, 2022e et 2023e et nous avons privilégié un ajustement de 5 millions d'euros au titre de ces dépenses récurrentes non comprises dans le ROC sur la base des montants constatés historiquement par BEL selon la présentation de ses comptes consolidés publiés.

L'Etablissement Présentateur applique les multiples médians extériorisés par son échantillon de comparables aux agrégats de la même année issus du plan d'affaires du management. Pour notre part nous avons retenu les multiples moyens qui apparaissent plus pertinents que les multiples médians dans le cas d'un échantillon restreint réduit au cas présent à 4 sociétés.

Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres hors incidence de la dette IFRS 16 dans la mesure où l'agrégat retenu intègre déjà les impacts d'IFRS 16. Nous avons en conséquence retraité les valeurs d'entreprise retenues pour le calcul des multiples des sociétés comparables du niveau de leur dette IFRS 16.

BNP PARIBAS retient dans son passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres la dette IFRS 16 liée aux contrats de location telle que présentée dans le rapport financier semestriel de BEL au 30 juin 2021.

Concernant la valeur par action

L'Etablissement Présentateur retient une fourchette de valeurs comprises entre 371 € et 416 €. Pour notre part, nous retenons une fourchette de valeurs comprises entre 462 € et 534 €.

Les écarts observés s'expliquent notamment par les multiples liés à la différence de constitution de l'échantillon mais également au traitement de la dette IFRS 16.

8.2.4. Analyse du cours de bourse

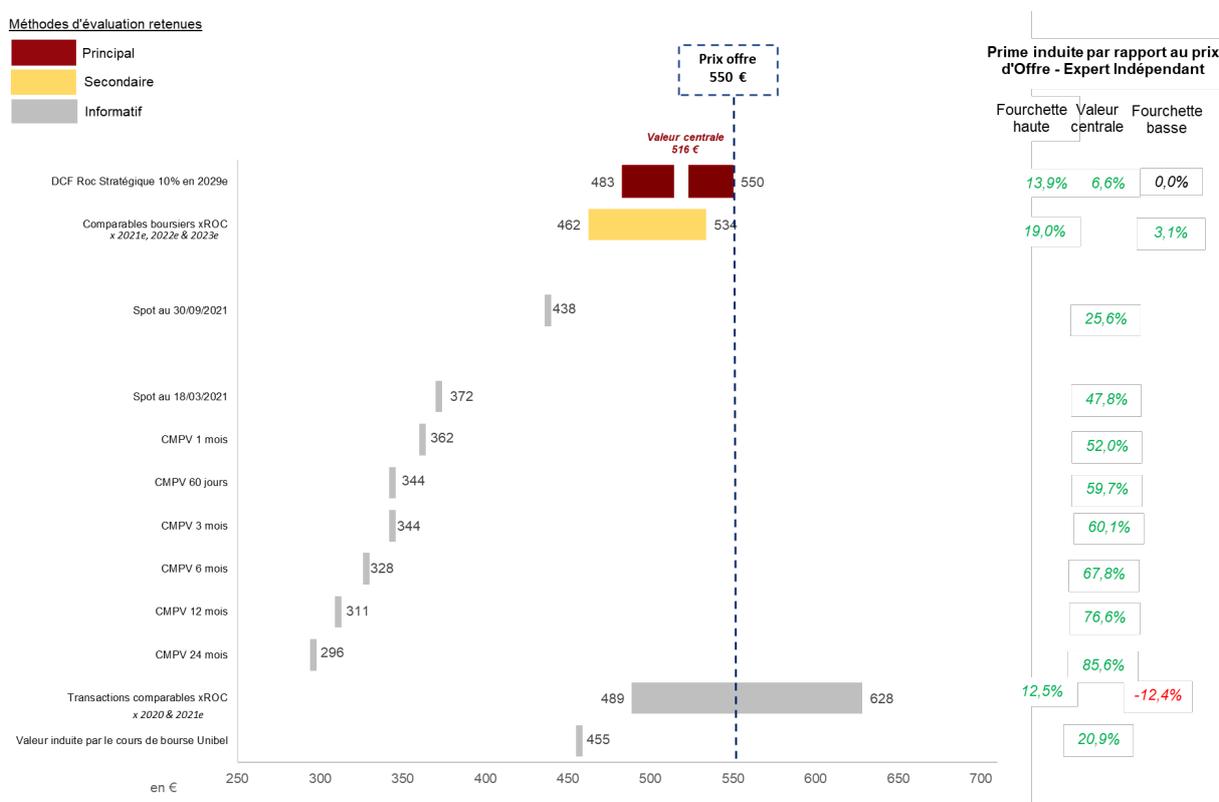
L'analyse du cours de bourse menée par l'Etablissement Présentateur n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

9. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre

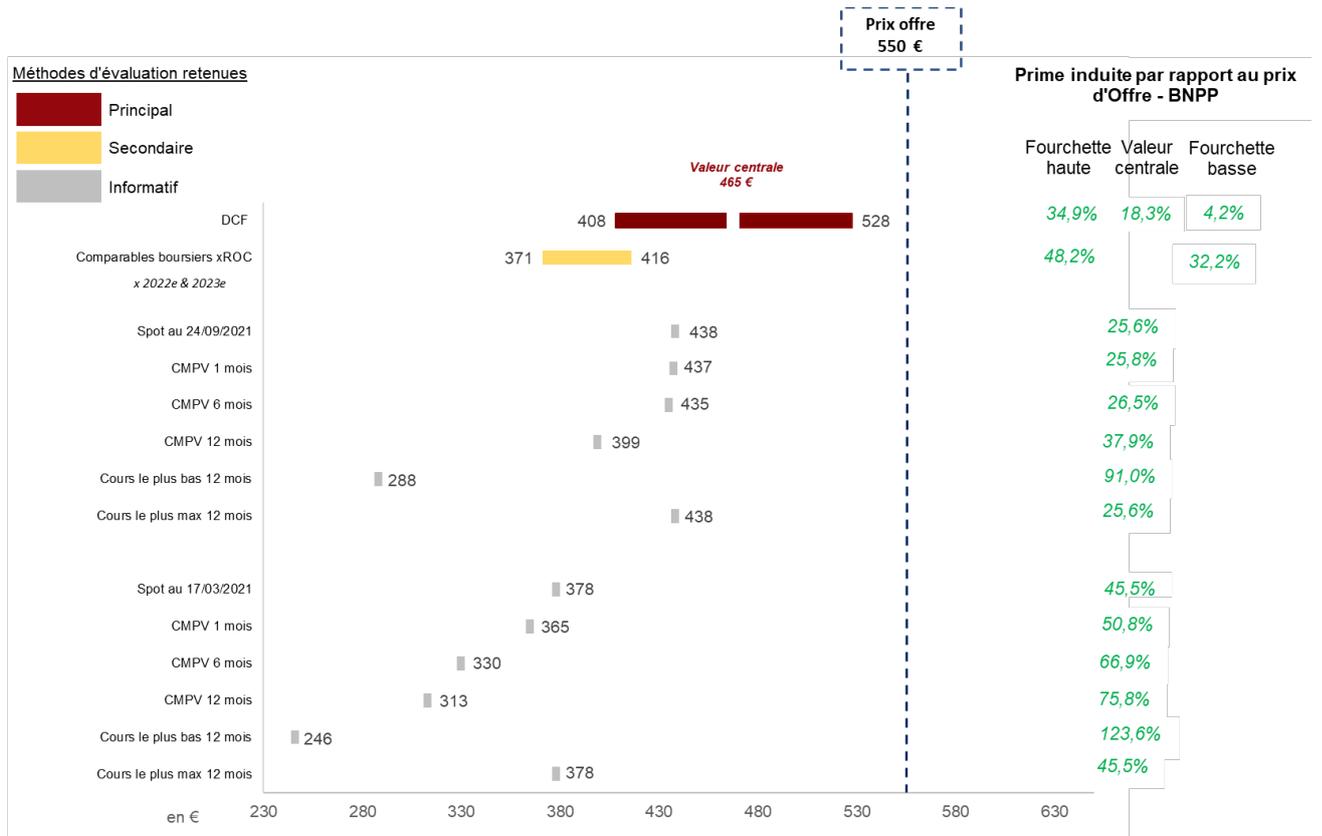
9.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation de BEL

À l'issue de nos travaux, nous observons que le prix d'Offre (550 €) fait apparaître les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes et références que nous avons jugées pertinentes.

Synthèse des valeurs – Expert Indépendant



Synthèse des valeurs – Etablissement Présentateur



9.2. Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

En ce qui concerne le prix d'Offre

La présente Offre Publique de Retrait, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire, à un prix de 550 € par action, porte sur la totalité des actions BEL non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit 311.784 actions BEL SA³⁹.

En ce qui concerne les approches d'évaluation retenues, nous considérons la méthode du DCF comme la plus appropriée pour estimer la valeur intrinsèque de l'action BEL.

Notre extrapolation du Plan Stratégique retenue dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode DCF intègre l'objectif de ROC moyen/long terme de 10% du chiffre d'affaires (niveau estimé atteint en 2029e dans l'extrapolation et retenu pour la valeur terminale). Ce niveau de profitabilité, dans les plus hauts historiques, traduit par rapport à la situation actuelle les ambitions du management et le repositionnement stratégique du Groupe en termes de présence géographique et en termes de produits et reflète selon nous la pleine valeur du Groupe selon ses ambitions actuelles.

Sur la base du plan d'affaires du management (le Plan Stratégique 2021b-2024e que nous avons prolongé sur 5 ans) et de nos analyses de sensibilités, ce critère fait ressortir une valeur par action comprise entre 483 € et 550 €, avec une valeur centrale de 516 €. Le prix d'Offre de 550 € par action BEL extériorise une prime de +6,6% par rapport à cette valeur centrale.

Sur ces bases, le prix d'Offre correspondant à la valeur haute extériorisée par la méthode DCF donne la pleine valeur aux actionnaires minoritaires.

Nous observons que le prix d'Offre fait ressortir des primes sur les bornes basses et hautes des comparables boursiers, méthode retenue à titre secondaire, de respectivement 19,0% et 3,1%.

Concernant la référence au cours de bourse retenue à titre indicatif, à raison de la faible liquidité du titre, la présente Offre extériorise une prime de +47,8% par rapport au cours *Spot* avant l'annonce par le Groupe le 19 mars 2021 des Offres Publiques à un prix initial de 440 €.

Sur la base de la méthode de la valeur induite par le cours de bourse UNIBEL post annonce des termes de l'OPR-RO le 30 septembre 2021 retenue à titre indicatif, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 20,9%.

La méthode des transactions comparables retenue à titre indicatif extériorise une valeur moyenne à un niveau proche du prix d'Offre, étant précisé que les multiples transactionnels intègrent une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies pour l'acquéreur et que le scénario d'une telle cession est exclu selon l'Initiateur.

³⁹ Cf. contexte de l'Offre page 5

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le Projet de Note d'Information, à savoir (i) l'Echange, (ii) les accords transitoires postérieurs à l'Opération d'Echange, (iii) les mécanismes de liquidité, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, sur la base de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que le prix retenu pour l'Offre publique de retrait et l'indemnité prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire de 550 € par action BEL, sont équitables d'un point de vue financier pour l'actionnaire de BEL.

Fait à Paris, le 15 novembre 2021

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN
Associé

Olivier PERONNET
Associé

PJ : Annexes

10. Annexes

Annexe 1 : Présentation de FINEXSI et déroulement de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet FINEXSI est indépendant, et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
juil.-20	Antalis	KPP	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juil.-20	SoLocal Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers
juil.-20	Technicolor	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers
sept.-20	Devoteam	Castillon SAS	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat (par les Fondateurs)
oct.-20	Sodifrance	Sopra Steria	Bryan Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
nov.-20	Bourbon	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à certains créanciers et augmentation de capital sans suppression du DPS
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
juin-21	Bourellier Group	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait
juin-21	Suez	Veolia	HSBC, Crédit Agricole CIB, Morgan Stanley, Bank of America	Offre Publique d'Achat
juil.-21	SFL	Immobiliaria Colonial	Morgan Stanley	Offre Publique Mixte Simplifiée
août-21	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 625 K€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées et programme de travail

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
- 2 - Identification des risques et orientation de la mission
- 3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission
 - Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle et des notes d'analyse sur les comparables de la Société
- 4 - Appréciation du contexte spécifique de l'OPR-RO
 - Echanges avec le management de la Société
 - Echanges avec les conseils de la Société
- 5 - Analyse de la documentation juridique liée à l'Opération (note d'information, note en réponse, accords connexes)
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société
- 7 - Analyse du cours de bourse de BEL et d'UNIBEL
 - Analyse de l'évolution du cours et de la volatilité
 - Analyse du flottant et de la liquidité
- 8 - Revue des plans d'affaires de BEL établi par le management de la Société
- 9 - Mise en œuvre d'une valorisation de BEL par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation d'analyses de sensibilité

- 10 - Mise en œuvre des méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions comparables)
- 11- Etude de l'approche par la somme des parties mais qui n'a pas été retenue
- 12 - Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et de l'initiateur
- 13 - Rédaction du rapport.

Calendrier de l'étude

18 mars 2021	Désignation de FINEXSI en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'administration de BEL
26 mars 2021	Entretien avec l'actionnaire minoritaire A
2 avril 2021	Comité ad hoc de Bel
Mars / Avril 2021	Collecte de l'information publique disponible Identification et collecte de données sur les comparables boursiers et transactionnels à partir de nos bases de données financières CAPITAL IQ, MERGERMARKET, et EPSILON notamment
14 avril 2021	Conférence téléphonique avec la direction Financière de BEL sur la revue de la documentation à obtenir
23 et 27 avril 2021	Conférence téléphonique sur la revue des comptes historiques de BEL et le détournage de l'activité LEERDAMMER avec la direction financière de BEL.
23 avril et 29 avril 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière sur la revue critique des hypothèses structurantes du Plan Stratégique de BEL 2021 - 2023
29 avril et 3 mai 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière sur l'analyse des disynergies liées à la cession du périmètre LEERDAMMER
7 mai 2021	Comité ad hoc de Bel
Mai 2021	Mise en œuvre de l'évaluation multicritères de BEL
12 mai 2021	Conférence téléphonique avec le responsable trésorerie de BEL sur L'analyse de l'impact de change sur le budget 2021 de BEL
18 mai 2021	Entretien avec l'actionnaire minoritaire C
20 mai 2021	Entretien avec Monsieur de PONCINS, Directeur Général Partenariats Stratégiques et Nouvelles Géographies

21 mai 2021	Entretien avec Monsieur FIEVET, Président Directeur Général Entretien avec l'actionnaire minoritaire B
3 juin 2021	Comité ad hoc de Bel
31 mai 2021	Entretien avec l'actionnaire minoritaire D et son conseil juridique
17 juin 2021	Entretien avec la direction financière sur les dernières estimations des disynergies liées à la cession du Périmètre LEERDAMMER.
22 juin 2021	Comité ad hoc de Bel
29 juin 2021	Comité ad hoc de Bel
1 ^{er} juillet 2021	Entretien avec la direction financière sur les accords de distribution entre BEL et LACTALIS
8 juillet 2021	Remise de notre rapport sur l'échange entre le périmètre LEERDAMMER et les actions BEL
27 juillet 2021	Communication du Plan Stratégique 2021 - 2024
31 août 2021	Entretien avec la direction financière sur la mise à jour du Plan Stratégique sur la période 2021 – 2024
2 septembre 2021	Echange avec BNP PARIBAS sur leur projet de rapport d'évaluation
6 septembre 2021	Comité ad hoc de Bel
7 septembre 2021	Entretien avec l'actionnaire minoritaire D, son conseil juridique et l'évaluateur mandaté par ses soins
8 septembre 2021	Echange avec BNP PARIBAS sur leur projet de rapport d'évaluation
14 septembre 2021	Echange téléphonique avec Cécile BELIOT, Directrice Générale de Bel sur la stratégie du Groupe
24 septembre 2021	Entretien avec Mr. Antoine FIEVET, Président Directeur Général, sur l'actionnariat familial du Groupe
27 septembre 2021	Comité ad hoc de Bel
27 septembre 2021	Entretien téléphonique avec Mr. Eric de PONCINS, Directeur Général Partenariats Stratégiques et Nouvelles Géographies, sur l'acquisition du groupe MOM
Septembre/Octobre 2021	Mise à jour de l'évaluation multicritères de BEL sur la base du Plan Stratégique 2021 - 2024 de BEL de juillet 2021
6 octobre 2021	Entretien téléphonique avec LINKLATERS sur les accords de distribution définitifs entre BEL et LACTALIS
22 octobre 2021	Projet de Note d'Information

Octobre 2021	Rédaction du rapport de l'Expert Indépendant (attestation d'équité)
5 novembre	Communication de la version projet du rapport
12 novembre 2021	Communication du projet de note en réponse
15 novembre 2021	Comité ad'hoc Bel Conseil d'administration Bel Remise du rapport de l'Expert Indépendant (attestation d'équité)

Liste des personnes rencontrées ou contactéesMembres du Comité Ad Hoc de BEL

- Monsieur Thierry BILLOT, Administrateur indépendant référent
- Madame Fatine LAYT, Administratrice indépendante
- Madame Bruno SCHOCH, Administrateur

BEL

- Monsieur Antoine FIEVET, Président Directeur Général
- Madame Cécile BELIOT, Directrice Générale
- Monsieur Eric de PONCINS, Directeur Général Partenariats Stratégiques et Nouvelles Géographies
- Monsieur Benoit ROUSSEAU, *Group Treasury & Insurances Director*
- Monsieur Romain MOUROT, Directeur Financier
- Madame Leslie BRUNEL, Directrice Consolidation

PERELLA WEINBERG PARTNERS, Banque conseil de BEL

- Monsieur Tanguy RIVIERE, *Managing Director*
- Monsieur Romain DE IPANEMA MOREIRA, *Director*

LINKLATERS, cabinet d'avocats conseil de la Société

- Maître Pierre THOMET, Associé
- Maître Julien BOURMAUD-DANTO, *Counsel*

BNP PARIBAS, Etablissement Présentateur

- Monsieur Christophe JALINOT, *Managing Director*
- Monsieur Oliver RINAUDO, *Managing Director*
- Monsieur Louis BEVITORI, *M&A Vice President*
- Monsieur Adam MICHEL, *M&A Associate*

Actionnaires Minoritaires de la Société

- Actionnaire minoritaire A, B, C, E, F, G, H, I et J [personnes physiques]
- Actionnaire minoritaire D (famille fondatrice et son conseil juridique ainsi que l'évaluateur mandaté)

Sources d'information utilisées

Principales informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Budget 2021
- Plan d'affaires stratégique Bel 2021B-2024 de juillet 2021
- PV des CA 2020 et 2021 jugés pertinents
- Rapport d'évaluation de BEL de l'Etablissement Présentateur BNP PARIBAS
- Documentation juridique relative à la cession du Périmètre LEERDAMMER (Accord d'exclusivité, Sales Exchange Agreement, accords transitoires de distribution avec LACTALIS)
- Projet de Note d'Information et Note en Réponse
- Lettres d'affirmation de la Société cible et de l'Initiateur

Nous avons reçu, en temps utiles, tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de notre mission.

Informations de marché

- Document de référence 2017 et 2018, document d'enregistrement universel 2019 et 2020, et rapports financiers semestriels 2020 ET 2021
- Communication financière de BEL sur les exercices 2017 à 2021
- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET et EPSILON
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE
- Autres : XERFI

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé, 35 années d'expérience) et Robin LUCAS (Associé, 25 années d'expérience), ont été assistés de Monsieur Jean-Marc BRICHET (Associé, 33 années d'expérience) et de Charles BOURRAS (Superviseur, 7 années d'expérience).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, associé du cabinet, 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 ou difficultés 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 et des bonnes pratiques 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 ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les signataires.

Annexe 2 : Lettre de mission établie par BEL à l'attention de l'Expert Indépendant



FINEXSI

**A l'attention de Messieurs
Olivier PERONNET et Lucas ROBIN
14, rue de Bassano
75116 PARIS**

Paris, le 1er octobre 2021

Chers Messieurs,

BEL SA (ci-après « BEL » ou la « Société ») est la société mère du groupe éponyme BEL, groupe international familial contrôlé par la cinquième génération de dirigeants familiaux, et un leader mondial de la production et la commercialisation de fromages en portions.

Ses actions sont cotées sur le marché Euronext Paris Compartiment A.

UNIBEL SA est la société holding animatrice du groupe BEL et détient directement 67,7% du capital de BEL.

BEL a annoncé dans son communiqué de presse publié le 19 mars 2021 le projet de cession des titres des sociétés ROYAL BEL LEERDAMMER NL, BEL ITALIA, BEL DEUTSCHLAND et BEL SHOSTKA UKRAINE et la marque « LEERDAMMER » et tous ses droits attachés (le « Périmètre LEERDAMMER ») au groupe Lactalis en échange de 1.591.472 actions BEL SA. Selon le communiqué, cette opération devait être suivie d'une offre publique de rachat initiée par BEL sur ses propres actions PUIS d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (ci-après l'« OPR-RO ») initiée par la société UNIBEL SA (ci-après « UNIBEL » ou l'« 'Initiateur ») sur les actions BEL (ensemble désignées ci-après « les Offres Publiques »).

Dans le cadre de ces opérations, FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (« FINEXSI ») a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de BEL réuni le 18 mars 2021 afin d'apprécier les conditions financières des Offres Publiques et leur caractère équitable pour les actionnaires de BEL. Cette désignation dans le cadre des Offres Publiques est intervenue sur le fondement des articles 261-1-I 1° et 4° et 261-1-II du Règlement général de l'Autorité de Marchés Financiers (« l'AMF ») et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020.

Dans ce contexte, FINEXSI a également été désigné en tant qu'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable pour les actionnaires de BEL du projet de cession du Périmètre Leerdammer en échange de 1.591.472 actions BEL, qui constitue un accord connexe à l'Offre dès lors que LACTALIS demeure actionnaire de BEL à l'issue de cette

Bel S.A.
2 Allée de Longchamp
92150 Suresnes



opération. FINEXSI a émis un rapport sous forme d'attestation d'équité sur cette opération le 8 juillet 2021 à l'attention du Conseil d'Administration de BEL.

Le 30 septembre 2021, l'Initiateur a annoncé par un communiqué de presse sa décision d'augmenter le prix de l'OPR-RO à 550 euros par action Bel, soit une prime de 25 % sur le prix de 440 euros annoncé le 19 mars 2021.

Le même jour, la Société a également publié un communiqué de presse par lequel elle a annoncé que, dans le cadre d'un ajustement de sa stratégie de financement et d'allocation de capital, elle renonçait à déposer un projet d'offre publique de rachat.

Vos travaux sont conduits sous la supervision d'un comité *ad hoc* mis en place le 18 mars 2021.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par le comité *ad hoc*.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'OPR-RO et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres BEL qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'OPR-RO. Il devra permettre au Conseil d'administration de BEL d'apprécier les conditions financières de l'OPR-RO afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF :

261 – 1 I. « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

- 1. Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre*

(BEL est contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'OPR-RO) ;



4. *Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée [...] ».*

(Plusieurs accords connexes à l'OPR-RO sont prévus)

261 – 1 II. *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16. »*

(L'Initiateur a indiqué dans son communiqué de presse le 19 mars dernier son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire)

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrit dans le calendrier suivant concernant l'Offre, étant rappelé que votre mission a commencé début avril 2021 dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable pour les actionnaires de BEL du projet de cession du Périmètre LEERDAMMER en échange de 1.591.472 actions BEL SA.

22 octobre 2021 :	Date envisagée pour le dépôt par l'initiateur de la note d'information
mi novembre 2021 :	Date prévue de remise de votre rapport
mi novembre 2021 :	Conseil d'Administration de BEL pour émettre son avis motivé sur le projet d'Offre
mi novembre 2021 :	Dépôt du projet de note en réponse
décembre 2021 :	Collège de l'AMF

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Vous nous avez confirmé lors de nos échanges que vous disposiez d'ores et déjà de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

En outre, en cas d'offre de fermeture, un délai minimum de 15 jours de bourse doit être respecté entre le dépôt du projet de note d'information par l'initiateur et le dépôt du projet de note en réponse intégrant le rapport de l'expert indépendant.

Le calendrier prévu est conforme à ces délais.



Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le comité *ad hoc* ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de BEL (analyse du cours de bourse, DCF, comparables boursiers, transactions comparables, ...);
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'OPR-RO ;
- L'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement général précité ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veuillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.



Antoine FIEVET

Président Directeur Général



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



ADDENDUM A L'ATTESTATION D'EQUITE ETABLIE LE 15 NOVEMBRE 2021

Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
(OPR-RO) initiée par UNIBEL S.A. visant les actions de
BEL S.A.

14 décembre 2021



Nous avons établi le présent addendum à l'attestation d'équité, émise par FINEXSI (« l'Expert indépendant ») en date du 15 novembre 2021 (« l'Attestation d'équité »), afin d'apporter notre analyse des observations formulées par Monsieur Jean-Jacques DEDOUIT, évaluateur mandaté par l'actionnaire minoritaire D, (« l'Expert conseil ») dans ses courriers en date du 2 et du 6 décembre 2021 qui ont été transmis à l'Autorité des marchés financiers (« AMF »).

Dans son courrier du 2 décembre 2021, l'Expert conseil formule deux observations libellées comme suit :

- Observation 1 : Justification du Prix de l'Offre par une méthode fondée sur les données produites par la Direction de BEL nommée par l'Initiateur de l'Offre.

La méthode évoquée est celle des flux futurs de trésorerie actualisés.

- Observation 2 : Non prise en compte de la méthode des transactions comparables parmi les méthodes d'évaluation retenues à titre principal ou secondaire ;

Dans son second courrier du 6 décembre 2021 qui complète le courrier précédant l'Expert conseil formule trois observations supplémentaires libellées comme suit :

- Observation 3 : Sensibilité au taux d'actualisation de la valeur obtenue par la méthode des flux de trésorerie actualisés : utilisation de primes additionnelles, niveau de bêta ;
- Observation 4 : Composition de l'échantillon de sociétés comparables – Activités Fromagères ;
- Observation 5 : Composition de l'échantillon de sociétés comparables – Activité Snacking.

Dans le cadre de ces observations supplémentaires, l'Expert conseil reprend pour une large part les éléments déjà mentionnés dans son rapport du 8 septembre 2021 et dont une version nous a été transmise le 9 septembre 2021.

Le contenu de ce rapport a fait l'objet d'une analyse dans l'Attestation d'équité. Ainsi l'Attestation d'équité comprend pour les rubriques concernées les remarques des actionnaires minoritaires suivies de l'analyse par l'Expert indépendant. Une synthèse des commentaires formulés est également reprise en partie 7 de l'Attestation d'équité.

C'est pourquoi, nous avons regroupé sous une partie unique les réponses apportées aux observations complémentaires de l'Expert conseil sur l'Attestation d'équité.

Le contenu de cet addendum est ainsi présenté selon le plan suivant :

1	Observation sur la méthode des flux prévisionnels de trésorerie actualisés	3
2	Observations sur la méthode des transactions comparables	6
3	Autres observations formulées dans le courrier de l'Expert conseil en date du 6 décembre 2021	12



1 Observation sur la méthode des flux prévisionnels de trésorerie actualisés

L'Expert conseil estime que la méthode des flux prévisionnels de trésorerie actualisés (« DCF ») que nous avons retenue à titre principal « *ne permet pas de respecter une séparation des tâches équitable* » dès lors que la société UNIBEL se trouve à la fois être à l'origine du prix de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (l'« OPR-RO » ou l'« Offre ») et contrôler l'origine des prévisions qui le justifient.

Analyse de l'Expert indépendant

Nous renvoyons au § 5.3.1 de l'Attestation d'équité concernant la justification du choix à titre principal de cette méthode pour évaluer les actions de la société BEL (« la Société ») et au § 5.5.1.1 de l'Attestation d'équité concernant sa mise en œuvre.

Nous relevons que l'affirmation de l'Expert conseil selon laquelle « *la séparation des tâches équitable* » n'a pas été respectée concernant l'élaboration des prévisions ne tient pas compte :

- De l'organisation de la gouvernance du groupe Bel ;
- Du déroulement de notre intervention en tant qu'Expert indépendant rappelé dans l'Attestation d'équité ;
- Du contenu des travaux effectués dans ce cadre (partie 3 et Annexe 1 de l'Attestation d'équité).

En effet, comme il y est indiqué, nous avons travaillé sous la supervision d'un Comité Ad'hoc constitué pour les besoins de l'opération et composé en majorité d'administrateurs indépendants de la société BEL SA. Nous avons procédé à une restitution régulière de nos travaux auprès de ce Comité sous forme de points d'étape. Comme rappelé en Annexe 1 de l'Attestation¹, 8 réunions du Comité Ad'hoc se sont tenues depuis notre désignation au moment de la remise de cette dernière.

Le plan d'affaires retenu dans le cadre de nos travaux et désigné par l'Expert conseil « *données prévisionnelles établies par la Direction de BEL* » correspond au plan stratégique couvrant la période 2021B-2024e (« Le Plan Stratégique ») élaboré dans le cadre du processus de prévision stratégique du Groupe². Comme indiqué en page 65 de l'Attestation d'équité, le Plan Stratégique a fait l'objet d'une présentation au Comité exécutif et aux organes de gouvernance. Il convient de rappeler que, conformément au code de référence - le Code Middlenext³ -, le Conseil d'administration de BEL comprend des administrateurs indépendants. Ceux-ci n'ont pas remis en cause le contenu du Plan Stratégique.

¹ Sous le libellé Calendrier de l'Etude.

² Intervenant au cours du 2^{ème} trimestre de l'année civile.

³ Document d'enregistrement universel de BEL 2020 page 116.



L'Expert conseil formule une observation sur le fait que le Plan Stratégique est « *intervenue après l'annonce de l'Offre effectuée le 19 mars 2021* ». Dès lors que l'Offre porte sur les actions de la société BEL postérieurement à la cession du périmètre LEERDAMMER par voie d'échange, la Société a été conduite à élaborer des prévisions tenant compte de cette sortie et qui sont reflétées dans le Plan Stratégique. L'élaboration de ces prévisions dans le cadre du processus annuel ne pouvait intervenir qu'après prise en compte des conséquences opérationnelles de cette cession. Celles-ci n'étaient pas connues lors de l'établissement du précédent Plan Stratégique existant à la date de l'annonce.

Afin de mettre en œuvre cette méthode d'évaluation nous avons appliqué, comme indiqué dans l'Attestation d'équité (page 65), la recommandation AMF n°2006-15 qui mentionne parmi les diligences la revue critique par l'Expert indépendant des données prévisionnelles sur la base desquelles il effectue ses travaux. L'Expert conseil n'y apporte aucune attention alors même que nous les décrivons dans l'Attestation d'équité et que l'Expert conseil n'a pas pu réaliser le même travail.

Nous avons effectué un examen approfondi de ces prévisions avec le management afin d'apprécier le caractère pertinent du Plan Stratégique et la prise en compte de la sortie du Périmètre Leerdammer (cf. l'Attestation d'équité pages 65 et 66).

Nous avons conclu dans notre Attestation d'équité (page 66) que « *Le Plan Stratégique 2021B – 2024e traduit les ambitions du management en termes de croissance de l'activité sur la zone Amérique du Nord et de développement du segment du snacking sain (fruits/végétal). Les objectifs de marge opérationnelle en fin de plan sont conformes aux plus hauts historiques et intègrent les marges supérieures observées sur l'activité MOM* ».

Au-delà de l'horizon de ce Plan Stratégique, nous avons considéré que l'objectif d'un résultat opérationnel courant (« ROC »)⁴ de 10% du chiffre d'affaires à moyen terme (au-delà de la durée des prévisions 2021B- 2024e), confirmé par le Groupe dans la présentation du Plan Stratégique, devait être pris en compte pour déterminer la pleine valeur de la société BEL dans le cadre de l'Offre. A ce titre nous avons passé de nombreuses heures sur les hypothèses d'allongement de l'horizon des prévisions et de l'atteinte du niveau de marge (ROC/CA) de 10% du chiffre d'affaires.

Nous avons ainsi prolongé la durée explicite du Plan Stratégique afin de tenir compte de la réalisation de cet objectif et en capter la pleine valeur dans la valeur terminale dont on rappelle qu'elle pèse 71% de la valeur totale. Les hypothèses retenues au titre de cette période de prolongation et pour la valeur terminale ainsi que leurs justifications sont présentées dans l'Attestation d'équité (pages 67 à 69).

⁴ Il s'agit de l'agrégat de profitabilité opérationnelle retenu par le Groupe dans sa communication financière et dans sa gestion interne de la profitabilité d'exploitation.



Le niveau de rentabilité opérationnelle d'un ROC égal à 10% du chiffre d'affaires retenu à la fin de la période de prolongation des prévisions et également pour le calcul de la valeur terminale apparaît donc volontariste et favorable à l'actionnaire, dès lors qu'aujourd'hui, le taux de marge réalisé est de 7%. Sur les dix dernières années le Groupe n'a atteint un niveau de marge record de 9,9% et 11,1% (exercices 2015 et 2016) qu'en période révolue de dérégulation du prix du lait. Le record en dehors de cette période est de 9% (2012). L'hypothèse retenue est ainsi que le groupe saura atteindre et maintenir dans le très long terme ce niveau de marge.

Comme mentionné dans la partie Synthèse de l'Attestation d'équité (page 98), « *ce niveau de rentabilité, dans les plus hauts historiques, traduit par rapport à la situation actuelle les ambitions du management et le repositionnement stratégique du Groupe en termes de présence géographique et en termes de produits et reflète selon nous la pleine valeur du Groupe selon ses ambitions actuelles* ».

Enfin, la remarque de l'Expert conseil, selon laquelle nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles, n'est pas pertinente. Cette mention qui est usuelle dans les attestations d'équité émises dans le cadre d'offres publiques, a pour objet d'informer le lecteur que nous n'avons pas effectué des travaux d'audit tels que ceux requis dans le cadre de l'émission d'une opinion par le commissaire aux comptes sur les comptes annuels d'une société. Tel n'est pas l'objet d'un rapport d'expertise indépendante. En revanche nous avons mis en œuvre l'ensemble des diligences comportant notamment l'examen critique du Plan Stratégique, comme en témoigne le descriptif des diligences mentionnées dans l'Attestation d'équité (cf. Partie 3 -pages 19 et 20), qui a impliqué un grand nombre d'heures de travaux⁵ et des échanges approfondis également avec le Comité Ad'hoc.

⁵ Le nombre d'heures passées sur l'analyse des données prévisionnelles en ce compris la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés est d'environ 350 heures.



2 Observations sur la méthode des transactions comparables

Concernant la prise en compte de la méthode des transactions comparables à titre uniquement indicatif l'Expert conseil formule deux natures de commentaires.

2.1 Sur le fait de ne retenir la méthode des transactions comparables qu'à titre indicatif

Le premier commentaire porte sur le fait que cette méthode dont la partie haute de la fourchette excède le prix de 550 € de l'OPR-RO permet d'appréhender le niveau général de valorisation considéré par un acquéreur potentiel comprenant un surcroît de prix lié notamment aux synergies attendues par l'acquéreur. Selon l'Expert conseil, « *priver l'actionnaire minoritaire de BEL du surcroît de prix qu'un acquéreur potentiel serait prêt à offrir n'apparaît équitable, d'un point de vue financier, pour ledit actionnaire minoritaire, qu'en l'absence de tels acquéreurs potentiels* ». Il précise que « *l'écarter ne serait équitable d'un point de vue financier pour l'actionnaire qu'en l'absence de tels acquéreurs potentiels* ».

Il ajoute dans son courrier du 6 décembre 2021 que dans les opérations de marché ayant fait l'objet d'une attestation d'équité en 2021, cette méthode n'a pas été présentée à titre indicatif pour les motifs de l'existence de synergies ou d'une prime de contrôle.

Analyse de l'Expert indépendant

Le choix des méthodes retenues à titre principal, à titre secondaire ou présentées à titre indicatif s'appuie sur l'appréciation par l'Expert indépendant du degré de pertinence des méthodes étudiées compte tenu du contexte, de la nature de l'information disponible et également de la stratégie annoncée de la direction et des actionnaires de contrôle.

Nous avons exclu la méthode de la somme des parties suggérée par l'Expert conseil, car BEL n'est pas une société de portefeuille arbitrant ses actifs, mais au contraire un groupe aux activités intégrées tant dans le *sourcing*, la production que la distribution. La valorisation de façon indépendante de ses actifs supposerait de tenir compte des coûts de réorganisation et de leur incidence sur les agrégats hors synergies pour être valorisées. Les conséquences de la cession de LEERDAMMER témoignent de cette difficulté réelle dans cette industrie, que l'Expert conseil ne peut pas ignorer.



Mais, comme nous l'indiquons en page 55 de l'Attestation d'équité, « *En revanche, nous avons retenu la méthode des transactions comparables (voir ci-après), qui permet d'examiner le prix que le Groupe pourrait atteindre dans un contexte d'une cession globale et dont serait susceptible de bénéficier l'actionnaire. Cette méthode est cependant présentée à titre indicatif puisqu'un tel scénario est exclu par l'Initiateur et le management de BEL et ne correspond pas à celui de l'Offre sur les actions de BEL* ⁶ ». En effet, l'accès à une telle opération est aujourd'hui exclu.

Nous n'avons pas écarté, mais au contraire indiqué à l'actionnaire, la valeur que le Groupe pourrait atteindre en cas de transaction, en relevant précisément que « *Les prix des transactions identifiées concernent des projets de rapprochement industriels et intègrent par conséquent des primes liées à la prise de contrôle et aux synergies attendues par l'acquéreur. Un tel scénario, exclu par le management de BEL, n'est pas celui de l'Offre sur les actions de BEL. Pour cette raison nous ne présentons cette méthode qu'à titre indicatif* » (cf. page 61 de l'Attestation d'équité).

Nous avons également indiqué (cf. page 82 de l'Attestation d'équité) que Le Groupe familial FIEVET BEL qui contrôle UNIBEL nous a confirmé (i) sa volonté d'assurer la stabilité du contrôle du Groupe et d'en préserver le caractère familial conformément aux objectifs déjà énoncés dans le pacte d'actionnaire d'UNIBEL et, (ii) ne pas envisager de cession de contrôle du Groupe. A ce titre les actionnaires de BEL excluent aujourd'hui tout projet de cession qu'il soit initié par UNIBEL ou à la suite de l'offre d'un tiers. Ce scénario de cession est en réalité exclu par les dirigeants de BEL et par les représentants du Groupe Familial FIEVET BEL. C'est dans ce contexte que nous n'avons pas privilégié cette méthode et l'avons présentée à titre indicatif⁷ dans l'Attestation d'Equité.

Rappelons enfin que l'Offre en tant que telle n'est génératrice d'aucune synergie particulière pour l'Initiateur qui détient déjà le contrôle de la société.

La référence aux attestations d'équité émises par des experts indépendants en 2021⁸ n'est pas pertinente. En effet, ce n'est pas, contrairement à ce que sous-entend l'Expert conseil, l'existence de synergies ou de prime de contrôle qui nous a conduit à mentionner cette méthode uniquement à titre indicatif mais le fait qu'il nous a été confirmé qu'une telle transaction concernant la société BEL ou UNIBEL est exclue par les dirigeants de BEL et par les représentants du groupe Familial FIEVET BEL.

De même, l'objectif stratégique actuel, comme mentionné page 55 de l'Attestation d'équité, n'a pas vocation à conduire à des cessions d'actifs majeurs ainsi que cela nous a été confirmé par l'Initiateur et le management de BEL, lesquelles cessions mettraient en cause l'atteinte de la taille critique⁹. De telles cessions accentueraient les problèmes de taille et seraient contraires aux objectifs affichés d'expansion du Groupe. BEL vise en effet à une intégration renforcée de ses activités et l'atteinte d'une taille critique sur ces différents marchés.

⁶ Mis en gras par nous.

⁷ Pour « considérer le prix que le Groupe pourrait atteindre dans un tel scénario » (Attestation d'équité page 81).

⁸ Les attestations d'équité figurent en annexe au courrier du 6 décembre 2021. Sur les 30 opérations mentionnées seules 10 d'entre elles retiennent la méthode des transactions comparables à titre principal (5 opérations) ou secondaire (5 opérations).

⁹ La stratégie mise en œuvre vise à atteindre, par le biais d'acquisitions ciblées, une taille critique (cf. Attestation d'équité).



A ce titre, la cession du périmètre LEERDAMMER constitue un événement particulier et a démontré les conséquences de telles cessions en termes de disynergies puisque, par exemple, la cession a dû conduire à réorganiser le circuit de distribution des produits BEL hors LEERDAMMER en Allemagne ou en Italie, marchés sur lesquels le Groupe n'a plus la taille critique pour disposer de son propre réseau de distribution.

Enfin, les commentaires formulés ont peu de portée pratique, puisque nous récapitulons dans le tableau de synthèse (page 96 de l'Attestation d'équité) de notre approche multicritère les valeurs auxquelles nous parvenons sur ce critère des transactions comparables, soit une fourchette de 489€ à 628€. Le prix d'Offre se trouve ainsi en milieu de fourchette des valeurs obtenues selon la méthode des transactions comparables.

2.2 Sur la composition de l'échantillon des transactions comparables

Le second commentaire porte sur la composition de l'échantillon des transactions. L'Expert conseil s'interroge sur l'absence, dans la sélection des transactions comparables de l'expert indépendant, des opérations concernant (i) la cession de LEERDAMMER par BEL à LACTALIS par voie d'échange et (ii) l'acquisition du groupe MOM par BEL en 2016 qui extériorisent toutes les deux des multiples supérieurs à la moyenne de 16,8 fois retenue dans l'Attestation d'équité (page 80 de l'Attestation d'équité).

Concernant la transaction LEERDAMMER réalisée en septembre 2021 par laquelle BEL a cédé ses activités LEERDAMMER à LACTALIS en échange de ses propres actions (23,16% du capital de BEL).

Le communiqué annonçant la transaction LEERDAMMER évoque le transfert « à LACTALIS par SICOPA, filiale détenue à 100% par BEL, en échange de 1.591.472 actions BEL (représentant 23,16% du capital) détenues par LACTALIS » sans préciser de prix pour LEERDAMMER ou pour les actions BEL. Dès lors, contrairement à ce que mentionne l'Expert conseil, il n'existe pas de référence de prix ou de la valeur absolue à cette transaction **d'échange**.

Elle concerne un actif spécifique -le périmètre Leerdammer-et pas un groupe tel que BEL.

De plus, s'agissant d'une opération très spécifique et non monétaire¹⁰ portant sur un échange d'actifs (d'une part, le périmètre LEERDAMMER cédé par BEL et, d'autre part, 23,16% du capital de BEL acquis) il importe, afin d'apprécier le caractère équitable des conditions de l'opération, (i) de déterminer sur des bases homogènes des valeurs relatives comparables pour chacun de ces deux périmètres et non des valeurs absolues, (ii) de tenir compte des restructurations et disynergies consécutives à cette sortie de périmètre et, (iii) de tenir compte de l'incidence de la relation consécutive à l'opération d'échange aux termes de laquelle BEL a reçu ses propres actions. C'est l'objet du rapport que nous avons établi le 8 juillet 2021.

¹⁰ Elle a pour rationnel concernant BEL la sortie de son capital d'un actionnaire minoritaire concurrent du groupe et la cession d'un périmètre constitué d'une marque forte du groupe mais présentant un positionnement différent. Concernant LACTALIS cette opération lui permet d'échanger un actif financier non stratégique ne lui procurant que des dividendes limités contre un actif opérationnel lui permettant d'accroître sa gamme de produits et de réaliser des synergies avec ses propres marques.



Or les multiples induits de la transaction ont été calculés par l'Expert conseil sur la base du prix annoncé pour les offres publiques (440 € par action BEL en mars 2021 et rehaussée à 550 € par action BEL en septembre 2021) alors que l'opération d'échange ne les précise pas ; il détermine ensuite un prix de cession « théorique » de Leerdammer, pour en déduire des multiples de résultat sur Leerdammer qu'il réapplique à BEL afin de déterminer ainsi une valeur de BEL différente des prix d'origine de 440 et 550€ qu'il a pris pour référence.

Une telle interprétation est délicate puisque la transaction ne fixe aucun prix.

L'élément déterminant pour apprécier cette transaction était de prendre en compte les 3 composantes précitées. Il convenait dès lors d'apprécier si l'acquisition dans le cadre de cet échange de 23,16% du capital de BEL permettait de rendre la transaction favorable pour l'actionnaire de BEL alors que le Groupe BEL se trouvait privé des flux de trésorerie relatifs au périmètre Leerdammer et impacté des disynergies liées à cette sortie de périmètre.

Il n'est, dès lors, pas possible de déterminer un multiple induit précis issu de cet échange, dont on doit rappeler qu'il a entraîné des disynergies qui ont dû être analysées pour porter une appréciation complète sur ses termes au regard des conséquences pour l'actionnaire de BEL, comme cela est détaillé dans le rapport que nous avons établi le 8 juillet 2021. En conséquence cette opération ne peut pas être incluse dans la sélection des transactions comparables contrairement à l'observation formulée par l'Expert conseil, car le choix du prix de référence serait en réalité arbitraire, biaisé ou incomplet si l'on ne tient pas compte des disynergies, puisqu'au-delà des valeurs relatives du périmètre Leerdammer et de la participation de 23,16 % du capital de BEL échangés, il convenait de prendre en compte également les incidences de l'échange pour BEL.

Nous ne l'avons donc pas incluse dans la sélection des transactions comparables mais nous avons tenu compte de l'incidence globale de cette transaction, dans le cadre de nos travaux d'évaluation de l'action BEL au titre de l'Offre, tant au travers des flux retenus pour la méthode DCF que de l'incidence de la relation liée à la cession de LEERDAMMER. Nous avons en effet annulé les actions BEL acquises (23,16% du capital de BEL), ce qui a amélioré sensiblement la valorisation pour l'actionnaire de BEL, et lui permet de capter effectivement la valeur créée à l'occasion de cette transaction.

Concernant la transaction réalisée en 2016 par laquelle BEL a acquis le contrôle du groupe MOM

Nous avons composé notre échantillon sur la base de transactions survenues depuis 2017 représentant un historique sur 5 ans. Nous avons privilégié dans le choix des transactions (mentionnées pages 79 et 80 de l'Attestation d'équité) les opérations concernant des sociétés appartenant aux secteurs dans lesquels évolue BEL et notamment le secteur fromager et laitier qui représente la plus importante contribution au chiffre d'affaires du Groupe (Attestation d'équité cf. page 40).

Comme mentionné dans l'Attestation d'équité (page 82), le prix payé lors de la levée de l'option d'achat des actionnaires minoritaires de MOM en avril 2021 et celui prévu pour l'acquisition du solde restant détenu par les minoritaires en avril 2022 s'inscrivent dans le cadre plus global des conditions de l'acquisition de MOM négociées en 2016.

L'Expert conseil extériorise un multiple de ROC induit et considère que celui-ci doit être intégré dans les multiples extériorisés présentés dans l'échantillon des transactions comparables.



Cette observation appelle plusieurs commentaires de notre part :

La société MOM est un acteur du marché du *snacking sain* fruitiers/végétal. Ces activités présentent historiquement des multiples de transaction supérieurs à ceux observés sur le marché des produits laitiers. Toutefois la contribution ne s'élève qu'à 15% du chiffre d'affaires du Groupe en 2020¹¹. Elle est d'environ 20% après prise en compte de la cession du Périmètre LEERDAMMER. Le rééquilibrage envisagé des activités à part égale (50%/50%) entre (i) produits fromagers et (ii) produits végétaux / fruitiers est une ambition stratégique à long terme¹². Il n'interviendrait qu'à horizon 2030 comme indiqué dans l'Attestation d'équité (page 67) qui correspond à l'échéance de la période de prolongation retenue dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode DCF (cf. ci-dessus).

L'intégration de la transaction concernant MOM dans l'échantillon reviendrait à valoriser l'ensemble du Groupe sur la base de multiples observés sur le seul marché du *snacking sain* fruitiers/végétal qui ne représente que moins de 20% du chiffre d'affaires du Groupe ce qui induirait un biais et que nous ne considérons donc pas pertinent.

Nous relevons que l'Expert conseil mentionne un multiple de 22 fois le ROC pour le solde du capital qui ne sera acquis qu'en avril 2022. Le multiple a été calculé par l'Expert conseil sur les agrégats de l'exercice 2020¹³ alors qu'il aurait été plus pertinent de retenir les agrégats estimés de 2021 compte tenu de la date prévue de la transaction. Sur cette base le multiple est de 19 fois le ROC.

Par ailleurs il n'est pas possible de valoriser séparément MOM car, comme on l'a dit, le groupe BEL est un groupe intégré et non une société de portefeuille dont les actifs pourraient être évalués séparément. Cette réalité nous a conduit à écarter, comme indiqué dans l'Attestation d'équité (pages 54 et 55), l'approche par la somme des parties que nous avons néanmoins étudiée en réponse aux observations des actionnaires minoritaires, ainsi que rappelé ci-avant.

L'acquisition des participations minoritaires conservées par les cédants lors de l'acquisition de MOM par BEL en 2016 s'inscrit dans le contexte de la stratégie de BEL de renforcer son caractère de groupe intégré permettant de dégager des synergies entre les activités qui le composent (Attestation d'équité page 55).

Appliquer les multiples issus de cette transaction à l'ensemble du Groupe serait donc inapproprié.

A titre informatif, et pour tenir compte de cette nouvelle remarque de l'Expert conseil, nous avons mis en œuvre dans le cadre du présent addendum une approche alternative en retenant des multiples différenciés pour les activités fromagères (confer échantillon retenu présenté dans l'Attestation d'équité cf. page 80) et *snacking sain* (l'échantillon pour cette activité est limité aux conditions d'acquisition des options d'achats de MOM compte tenu de l'absence de sociétés suffisamment comparables à l'activité du groupe BEL présentes sur ce secteur tant par leur taille très supérieure à celle de BEL que par le mix de leurs activités). Les multiples de ces deux activités ont été pondérés à hauteur de la contribution des activités concernées au chiffre d'affaires (80% activité fromagère et 20% activité de MOM). Ce multiple pondéré a ensuite été appliqué aux agrégats du groupe BEL pris dans son ensemble.

¹¹ Cf. Attestation d'équité page 40.

¹² Avec ces nombreuses incertitudes d'exécution et non pas une *guidance* ou trajectoire du plan d'affaires.

¹³ Les agrégats 2020 sont à retenir pour l'acquisition des 17,5% du capital de MOM qui a été effectuée en avril 2021 à un prix inférieur soit 152 M€ et qui extériorise un multiple également d'environ 19 fois le ROC.



Les résultats obtenus sont les suivants :

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (m€)	xROC
26-nov.-20	Lion Dairy & Drinks Pty Ltd	Australie	Bega Cheese	100,0 %	330	25,4x
15-sept.-20	Kraft Heinz (Natural Cheese Business)	Etats-Unis	Lactalis	100,0 %	2 701	nc
29-mai-19	Nuova Castelli	Italie	Lactalis	100,0 %	300	nc
7-mars-19	Westland Co-operative Dairy	NZ	HK Jingang Trade Holding	100,0 %	933	16,2x
22-févr.-19	Dairy Crest Group plc	UK	Saputo Inc.	100,0 %	1 403	17,1x
4-févr.-19	Clover Industries Limited	Afrique du Sud	Brimstone Investment Corporation & autres	100,0 %	355	9,2x
15-déc.-17	Upfield Holdings BV	Pays-Bas	KKR	100,0 %	7 075	nc
3-août-17	Vigor Alimentos S.A.	Brésil	Grupo Lala	100,0 %	1 320	21,8x
1-juil.-17	Stonyfield Farm, Inc.	Etats-Unis	Lactalis	100,0 %	770	nc
22-févr.-17	Glanbia Dairy Ireland	Irlande	Glanbia co-operative Society	60,0 %	112	11,1x
Moyenne fromagers						16,8x
2022	MOM	France	Bel	17,5 %	200	19,0x
Moyenne pondérée (80% fromagers / 20% MOM)						17,2x

Source: Capital IQ, Mergermarket

L'application du multiple moyen observé sur les transactions comparables aux ROC 2020 et 2021e de BEL, fait ressortir une valeur des fonds propres comprise entre 2.441 M€ et 3.130 M€, soit entre 506€ et 649€ par action. Hors prise en compte de la transaction MOM la valeur par action est comprise entre 489€ et 628€ (cf. l'Attestation d'équité page 81).

Le prix d'Offre de 550 € qui correspond rappelons-le à la fourchette haute du DCF, est compris dans ces deux fourchettes de valorisation.



3 Autres observations formulées dans le courrier de l'Expert conseil en date du 6 décembre 2021

3.1 Observation sur la sensibilité au taux d'actualisation de la valeur obtenue par la méthode des flux de trésorerie actualisés : utilisation de primes additionnelles, niveau de bêta

L'Expert conseil considère que le taux d'actualisation retenu pour nos travaux tient compte de primes additionnelles et d'un niveau de bêta supérieur à celui qu'il retient, ce qui nous conduirait à majorer le taux d'actualisation. Il estime que les primes additionnelles sont soit non justifiées, soit insuffisamment documentées. Il procède à différents ajustements visant à démontrer la sensibilité de la valeur aux paramètres utilisés. Après prise en compte de l'ensemble des ajustements qu'il juge nécessaires, il obtient in fine un taux d'actualisation de seulement 4,11 % ce qui conduit à une valeur de l'action de la société BEL SA très significativement supérieure au prix d'Offre.

Analyse de l'Expert indépendant

Nous relevons que le taux obtenu par l'Expert conseil de 4,11% est sensiblement équivalent à celui présenté dans son rapport du 8 septembre 2021.

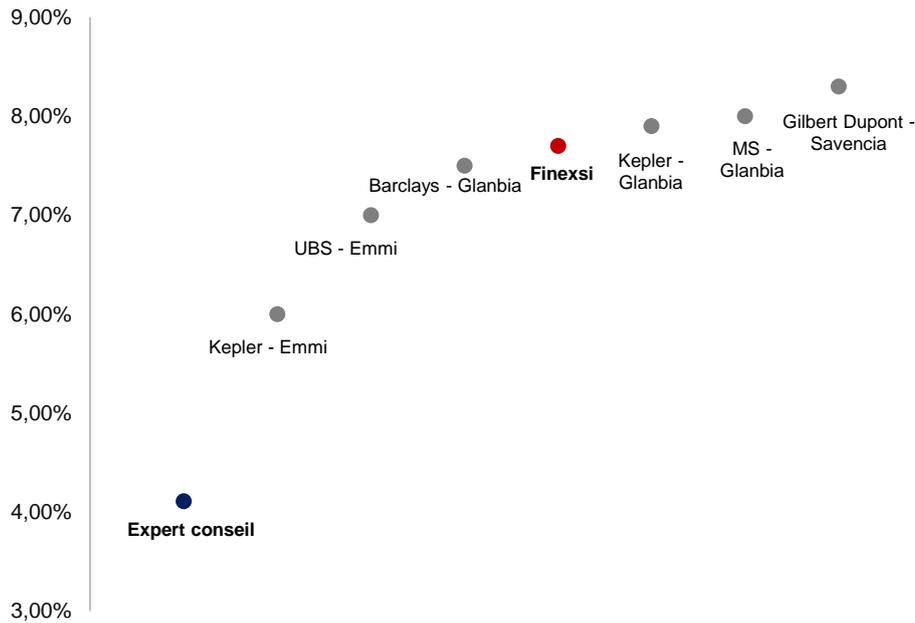
Nous renvoyons au contenu de l'Attestation d'équité (page 71) qui a analysé ce taux pour souligner qu'au-delà d'être théorique car il n'est pas explicité à quels flux celui-ci s'applique, il apparaît particulièrement faible. Cette appréciation s'appuie sur les constats développés dans l'Attestation d'équité (page 71) et nous relevons que l'Expert conseil ne formule aucun commentaire sur nos observations.

Nous constatons que nous retenons un taux détaillé par des paramètres usuels qui aboutit à un montant qui est compris dans la moyenne des taux d'actualisation publiés par les analystes suivant les sociétés comparables retenues dans l'Attestation d'équité¹⁴, BEL ne fait pas l'objet d'un suivi par les analystes. Le taux retenu par l'Expert conseil, soit 4,11%, apparaît dès lors hors du spectre de l'appréciation générale du secteur et des analystes, comme on peut le voir ci-dessous.

¹⁴ Tous les analystes publiant un objectif de cours ne mentionnent pas nécessairement le taux d'actualisation retenu pour leurs travaux de valorisation. Le graphique ci-dessus présente l'ensemble des taux d'actualisation publiés entre avril et août 2021 par les analystes suivant les titres d'EMMI, GLANBIA et SAVENCIA. Les analystes suivant la société SAPUTO ne communiquent pas les taux d'actualisation retenus.



Taux d'actualisation retenus



Les valeurs obtenues de la société BEL selon l'approche des flux futurs de trésorerie présentent effectivement une forte sensibilité en fonction du taux d'actualisation retenu comme le montrent les tableaux présentés dans l'Attestation d'équité (page 72). La fourchette retenue correspond à une sensibilité au taux d'actualisation à +/- 0,25 pt, usuelle en matière d'attestation d'équité, et au taux de ROC/CA en valeur terminale de +/-0,5 pt, comme usuellement présenté. Il capte bien la sensibilité à la prime de risque d'exécution du plan, retenue au regard du caractère ambitieux du Plan Stratégique.

C'est pourquoi les paramètres constitutifs du taux d'actualisation doivent être déterminés avec rigueur et pertinence au regard des flux de trésorerie concernés, dont on rappelle qu'ils peuvent être considérés comme volontaristes compte tenu de la performance actuelle du Groupe.

Les paramètres utilisés pour déterminer le taux d'actualisation de 7,7% retenu dans nos travaux sont explicités dans l'Attestation d'équité (page 69).

Nous avons retenu le bêta désendetté des sociétés comparables (source capital IQ) qui présente un coefficient de corrélation (r^2) jugé suffisant. Le bêta s'élève ainsi à 0,81.

Concernant les primes additionnelles remises en cause par l'Expert conseil, elles sont usuelles et s'appuient sur la théorie financière appliquée au contexte de BEL :

- La prime de taille de 0,7% (Attestation d'équité page 70) est issue de la comparaison de la moyenne des capitalisations boursières des sociétés comparables retenues pour la détermination du bêta avec celle de la société Bel. L'existence de cette prime dont le niveau est déterminé à partir de la table Duff & Phelps (Ibbotson) s'appuie sur le fait qu'une société de taille plus importante est par principe moins risquée compte tenu de sa diversification plus forte lui offrant une moindre exposition en cas de variation conjoncturelle. Cette approche et la source sont documentées et justifiées.



- La prime de risque pays de 0,8% reflète l'exposition géographique et les risques qui lui sont associés. Elle a été déterminée sur la base de la contribution par pays à l'Ebitda du Groupe Bel auquel est associée la prime de risque du pays concerné ressortant des études de Damodaran. Elle est donc documentée et justifiée.

La contribution des pays à l'Ebitda du Groupe n'étant pas une donnée publique celle-ci ne peut pas être communiquée et son calcul ne peut pas être explicité au-delà du contenu de l'Attestation d'équité.

- La prime de réalisation qui s'élève à 0,5% s'appuie sur l'appréciation par l'Expert indépendant des hypothèses du plan d'affaires, période de prolongement et valeur terminale comprises (page 69) et du risque associé à la réalisation des données prévisionnelles au regard de l'analyse de la situation actuelle et historique récente du Groupe.

Elle prend notamment en compte le caractère ambitieux de l'objectif de profitabilité opérationnelle (ROC/CA) de 10% à moyen terme, maintenu à ce niveau dans la valeur terminale ; cette composante est donc déjà explicitée, et justifiée.

Elle tient également compte d'un risque lié à l'exposition au risque de change au-delà de la stratégie de couverture retenue par le Groupe, qui constitue un aléa important compte tenu de son organisation opérationnelle présentée dans l'Attestation d'équité (page 35). Celui-ci est particulièrement sensible aux évolutions du cours des devises compte tenu des opérations d'achats, de production et de distribution effectuées dans des devises différentes, et il n'est que partiellement modélisé dans les flux du Plan Stratégique. Il faut donc en tenir compte, cette composante est donc parfaitement justifiée.

Enfin, elle tient compte d'un risque lié à l'évolution du prix des matières premières évoqué dans l'Attestation d'équité (pages 26) au-delà de celui reflété dans le coefficient bêta des sociétés comparables et dont aucune n'est pleinement comparable à BEL comme nous le développons dans l'Attestation d'équité (pages 58 et 72).

Ces différents facteurs sont à prendre en compte dans une évaluation et sont ainsi documentés, sourcés et justifiés. Le taux d'actualisation à retenir doit être construit avec ces paramètres.

Une analyse de sensibilité ne peut pas viser leur neutralisation. L'approche de l'Expert conseil suggérant de retenir un taux qui ne les intégrerait donc plus, aboutit à un taux d'actualisation qui est hors spectre des taux usuels sectoriels comme examiné ci-avant, avec les conséquences d'une majoration excessive de la valorisation qui ne s'inscrit pas dans une approche d'expertise indépendante au sens du Règlement Général de l'AMF.



3.2 Observation sur la composition de l'échantillon de sociétés comparables – Activités Fromagères

L'Expert conseil formule une observation sur la composition de l'échantillon des sociétés fromagères retenues dans l'Attestation d'équité en estimant qu'il convient de retenir la société ALMARAI (présentant des multiples supérieurs à ceux des sociétés retenues) et d'exclure la société SAVENCIA (présentant des multiples inférieurs).

Analyse de l'Expert indépendant

Concernant la société ALMARAI implantée au Moyen Orient que nous avons exclue de l'échantillon, nous renvoyons aux explications apportées dans l'Attestation d'équité (page 78) qui démontrent que cette société n'est pas comparable avec BEL tant en termes de diversification, de ses activités que d'implantation géographique.

Par ailleurs, si la zone Moyen Orient est mise en évidence dans les derniers communiqués de BEL, ce n'est pas en raison de son importance en termes de contribution à l'activité du Groupe mais au contraire du fait des difficultés rencontrées dans une situation économique et géopolitique locale complexe. Celles-ci pénalisent actuellement la profitabilité opérationnelle du Groupe.

Concernant la société SAVENCIA que l'Expert conseil voudrait exclure de l'échantillon, il indique « *qu'il s'agit d'une société laitière et non fromagère donc à bien moindre valeur ajoutée* ». Cette présentation n'est pas conforme à celle de la société concernée, qui est précisément et de façon incontestable un des principaux groupes fromagers (au 2^{ème} rang en France et au 5^{ème} rang dans le monde). La simple consultation du site internet de la société SAVENCIA démontre l'accent mis sur son activité fromagère avec différents produits propres (elle exploite les marques CAPRICE DES DIEUX, SAINT MORET, TARTARE, LE RUSTIQUE, SAINT AUGUR, ROQUEFORT PAPILLON, BRESSE BLEU, SAINT ALBRAY, CHAVROUX, etc.).

Ainsi les observations formulées par l'Expert conseil concernant la composition de l'échantillon des sociétés fromagères ne sont pas pertinentes.

3.3 Observation sur la composition de l'échantillon de sociétés comparables – Activité Snacking

L'Expert conseil estime que la valorisation de BEL sur la base des multiples observés sur les seules sociétés de l'activité fromagère ne prend pas en compte les spécificités de l'activité *snacking* sain du Groupe. Il considère qu'il conviendrait de retenir un échantillon spécifique pour valoriser séparément cette activité et justifie de fait l'approche de la somme des parties proposée dans son rapport du 8 septembre 2021. Il estime qu'« *il convient de valoriser séparément chacune des deux activités du Groupe BEL [...] puis d'additionner chacune des deux valeurs obtenues* ».



Analyse de l'Expert indépendant

Concernant la justification des sociétés constituant l'échantillon pour la mise en œuvre de la méthode analogique selon les comparables boursiers nous renvoyons à l'Attestation d'équité (pages 72 à 74).

Comme il y est indiqué (page 75), l'approche retenue est d'évaluer BEL dans son ensemble, s'agissant d'un groupe intégré. De plus, on peut relever que l'activité *snacking* du Groupe est sensiblement moins contributive en termes de chiffre d'affaires que son activité fromagère (pages 39 et 40 de l'Attestation d'équité). Par ailleurs comme indiqué en page 75 de l'Attestation d'équité, les sociétés de *snacking* retenues par l'Expert conseil dans son rapport du 8 septembre 2021 ont une taille sensiblement supérieure à celle de BEL et des activités très diversifiées qui ne sont pas comparables à celles de BEL.

Concernant la justification à nouveau avancée par l'Expert conseil de mettre en œuvre une évaluation du groupe BEL selon l'approche de la somme des parties nous renvoyons à notre analyse présentée dans l'Attestation d'équité au § 5.2 - Approche de la somme des parties étudiée à la suite des remarques des actionnaires minoritaires et aux limites mises en évidence sur la pertinence de cette approche.

Celles-ci portent sur les constats suivants mentionnés dans l'Attestation d'équité (page 55) et résultant de nos travaux et des entretiens avec la Direction du Groupe et ses actionnaires de contrôle et déjà évoqués ci-dessus.

L'approche par la somme des parties vise à évaluer les activités sur la base de multiples transactionnels des différentes activités composant le Groupe. Cette approche est applicable quand les activités sont autonomes entre elles telles que des sociétés de portefeuille, et que ses activités n'ont aucune interopérabilité entre elles, sous réserve néanmoins de tenir compte dans la valorisation y compris de sociétés autonomes des coûts centraux qui affecteront alors la valeur de la société mère évaluée.

Telles ne sont pas les caractéristiques de la stratégie de BEL. Cette méthode n'est d'ailleurs également usuellement pas mise en œuvre par les analystes financiers suivant les sociétés retenues dans l'échantillon des comparables¹⁵.

On doit ainsi rappeler que activités de BEL ne constituent pas des sous-ensembles autonomes dont la valeur pourrait être déterminée séparément puis sommée pour obtenir la valeur du Groupe, comme l'affirme l'Expert conseil. En effet s'agissant d'activités ayant vocation à être intégrées d'un point de vue industriel (usines de production, recherche et innovation) ou commerciale (marketing, réseau de distribution), une valorisation « par appartement » d'activités non autonomes nécessiterait de tenir compte des coûts induits par ces cessions et notamment de l'incidence des disynergies ou à tout le moins de retraiter les agrégats sur une base autonome voire :

- 1/ de tenir compte des coûts induits par ces hypothèses de valorisation en retraitant les agrégats pour les établir sur une base autonome, et d'intégrer les coûts centraux ;
- 2/ de procéder à une valorisation en valeur liquidative, approche exclue dans le contexte car non pertinente, le Groupe s'inscrivant dans une continuité stratégique.

¹⁵ Une exception à citer toutefois concernant Kepler Chevreux qui retient cette approche concernant la GLANBIA en évaluant séparément les activités dont la clientèle est le grand public (« BtoC ») des autres activités (« BtoB »). Il est à noter que le groupe BEL ne présente pas cette différence de type de clientèle.



L'Expert conseil fait abstraction de ces caractéristiques majeures.

Au contraire la stratégie du Groupe vise une intégration renforcée de ces activités et traduit sa volonté d'atteindre une taille critique globale et sur chacun de ses marchés. Ces éléments se trouvent précisément valorisés au travers de l'amélioration de sa performance globale par la mutualisation des coûts et l'atteinte d'une taille critique sur ses marchés, de nature à améliorer le niveau de sa marge. Toute cession d'actifs majeurs remettrait en cause cet objectif qui correspond à la volonté stratégique du Groupe, tel qu'elle résulte de son plan d'affaires servant de base à l'approche DCF que nous avons développée.

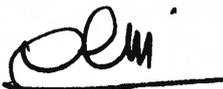
L'analyse des observations soulevées par l'Expert conseil ne modifie pas la conclusion de notre Attestation d'équité du 15 novembre 2021.

Par ailleurs nous avons pris connaissance du dernier projet de note d'information d'UNIBEL en date du 14 décembre 2021. Les ajustements apportés par rapport à la version projet du 22 octobre 2021, disponible à la date de l'Attestation d'équité, ne modifient pas le contenu de la conclusion formulée dans celle-ci.

Fait à Paris, le 14 décembre 2021


Lucas ROBIN

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER


Olivier PERONNET