NOTE D'INFORMATION ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ

EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ UNIBEL SA

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ COMPTOIR GÉNÉRAL DES FROMAGERS FRANÇAIS

En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n°25-177 en date du 23 mai 2025 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par la société Unibel 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 (tel que complété par un *addendum*) de la société Associés en Évaluation et Expertise Financière (A2EF), agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur le site Internet de la société Unibel SA (https://unibel.fr/) et de l'AMF (https://www.amf-france.org/) et peut être obtenue sans frais au siège social de la société Unibel 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 Unibel 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 publique.

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

Sommaire

Clause Titre **Page**

1 Rappel des principaux termes et conditions de l'Offre 1

1.1 Présentation de l'Offre 1
1.2 Contexte et motifs de l'Offre 2
1.2.1 Contexte de l'Offre 2
1.2.2 Déclarations de franchissements de seuils légaux 3
1.2.3 Motifs de l'Offre 4
1.2.4 Répartition du capital et des droits de vote de la Société 4
1.3 Termes de l'Offre 5
1.3.1 Modalités de l'Offre 5
1.3.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre 6
1.3.3 Ajustement des termes de l'Offre 6
1.3.4 Conditions de l'Offre 6
1.3.5 Intentions de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire 7
1.4 Procédure et calendrier indicatif de l'Offre 7
1.4.1 Procédure d'apport à l'Offre 7
1.4.2 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger 8
1.4.3 Calendrier indicatif de l'Offre 9

2 Avis motivé du Conseil du surveillance 11

2.1 Composition du Conseil de surveillance 11
2.2 Présentation du Comité Ad Hoc 11
2.3 Avis motivé du Conseil de surveillance 12

3 Rapport de l'Expert Indépendant 19

4 Intentions des membres du Conseil de surveillance 19

5 Intention de la Société concernant les Actions auto-détenues 20

6 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue 20

6.1 Pacte d'Actionnaires 20
6.2 Pacte Dutreil 23

7 Eléments relatifs à la Société susceptibles d'avoir une incidence significative en cas d'offre publique 23

7.1 Structure et répartition du capital de la Société 23
7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions 23
7.2.1 Obligation de déclaration de franchissements de seuils 23
7.2.2 Transferts d'Actions 24
7.2.3 Droit de vote double 24

7.3 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entrainer des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote 24
7.4 Clause des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce 24
7.5 Participations directes et 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 24
7.6 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 25
7.7 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier....25
7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance, ainsi qu'à la modification des statuts 25
7.8.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil de surveillance 25
7.8.2 Modification des statuts 26
7.9 Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions 26
7.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle 26
7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire et du Conseil de surveillance, les dirigeants ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat prend fin en raison d'une offre publique....27
7.12 Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mis en œuvre ou décide de mettre en œuvre....27

8 Informations complémentaires concernant la Société....27

9 Personne assumant la responsabilité de la Note en Réponse 27

Annexe Rapport de l'Expert Indépendant et *addendum* 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 233-1 et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **Règlement Général de l'AMF** »), la société Comptoir Général des Fromagers Français, société anonyme au capital de 162.048 euros dont le siège social est situé 2 allée de Longchamp – 92150 Suresnes, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 303 301 410 (l'« **Initiateur** »), agissant de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce avec les autres membres du Concert (tel que ce terme est défini ci-après), s'est engagée de manière irrévocable à offrir à l'ensemble des actionnaires d'Unibel SA, société anonyme au capital de 1.742.679 euros divisé en 2.323.572 actions ordinaires de 0,75 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 de Nanterre sous le numéro 552 002 578 (« **Unibel** » 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 FR0000054215 (mnémonique : UNBL) (les « **Actions** »), qui ne sont pas membres du Concert, d'acquérir la totalité de leurs Actions au prix de 1.180 euros par Action (le « **Prix d'Offre par Action** ») payable exclusivement en numéraire, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre Publique d'Achat Simplifiée** ») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, l'« **Offre** ») dont l'Initiateur a l'intention de demander la mise en œuvre immédiatement après la clôture de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée dans les conditions décrites dans la note d'information établie par l'Initiateur (la « **Note d'Information** »).

L'Initiateur agit de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce avec les autres membres du Concert (tel que ce terme est défini à la section 6.1 de la Note en Réponse).

L'Offre est consécutive à la mise en concert entre les membres du Concert résultant de la signature du Pacte d'Actionnaires (tel que ce terme est défini à la section 1.2.1 de la présente Note en Réponse) le 16 décembre 2024.

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, l'Initiateur (i) détient à titre individuel 671.343 Actions et 1.342.686 droits de vote représentant 28,89% du capital et 31,92% des droits de vote théoriques de la Société et (ii) détient, de concert avec les autres membres du Concert, 2.289.100 Actions[1] et 3.934.609 droits de vote représentant 98,52% du capital et 93,54% des droits de vote théoriques[2] de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation, non détenues directement ou indirectement par le Concert, à l'exclusion (i) des 196.350 Actions d'autocontrôle détenues par Sofico,

---

[1] En ce compris 196.350 Actions d'autocontrôle détenues par Sofico (société détenue à 100% par Bel SA, elle-même contrôlée par Unibel) et 32.302 Actions auto-détenues, assimilées aux Actions détenues par le Concert en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

[2] Sur la base d'un nombre total de 2.323.572 Actions représentant 4.206.279 droits de vote théoriques en application de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF.

société contrôlée par Unibel[3] et (ii) des 32.302 Actions auto-détenues par la Société[4], soit, à la connaissance de la Société, un nombre maximum de 34.472 Actions représentant 1,48% du capital et 1,02% des droits de vote théoriques de la Société à la date de la Note en Réponse.

A la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre Publique d'Achat Simplifiée, qui revêt un caractère obligatoire, conformément aux dispositions de l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF, sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions de l'article 233-1 du Règlement Général de l'AMF, et sera ouverte pour une durée de 10 jours de négociation.

L'Initiateur a indiqué que dans la mesure où les actionnaires minoritaires qui ne font pas partie du Concert ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société à la date de la Note d'Information, l'Offre Publique d'Achat Simplifiée sera immédiatement suivie du Retrait Obligatoire visant la totalité des Actions visées par l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et non encore détenues par le Concert. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les Actions visées qui n'auront pas été apportées à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre par Action (soit 1.180 euros par Action), nette de tout 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 a été présentée par BNP Paribas (l'« **Etablissement Présentateur** ») le 25 mars 2025 pour le compte de l'Initiateur. Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur 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

La Société est la société animatrice du groupe Bel[5]. Son 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 Bel.

L'Initiateur est une société anonyme familiale au capital de 162.048 euros dont le siège social est situé 2 allée de Longchamp – 92150 Suresnes, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 303 301 410. L'Initiateur est détenu directement ou indirectement en intégralité par les familles Fiévet, Sauvin et Dufort.

L'Initiateur et les autres membres du Concert ont conclu le 16 décembre 2024 un pacte d'actionnaires relatif à la Société (le « **Pacte d'Actionnaires** »).

---

[3] Ces Actions sont assimilées aux Actions détenues par le Concert en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

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

[5] Soit la Société et ses filiales consolidées.

La signature du Pacte d'Actionnaires a mis fin à l'ensemble des différends existant entre les membres du Concert, qui partagent notamment l'objectif de préserver le caractère familial du groupe Bel, d'assurer la stabilité de son contrôle et de favoriser sa transmission aux générations futures.

La signature du Pacte d'Actionnaires a été constitutive d'une mise en concert entre les membres du Concert et a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 16 décembre 2024 et d'un avis de l'AMF en date du 24 décembre 2024[6].

Dans le même communiqué de presse, le Concert a annoncé son intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire à un prix de 980 euros par Action.

Le Conseil de surveillance d'Unibel, réuni le 16 décembre 2024, a accueilli favorablement le projet d'Offre à l'unanimité, sans préjuger de l'avis motivé qu'il émettra, connaissance prise du rapport de l'expert indépendant qui sera produit dans le cadre de l'Offre.

Le Conseil de surveillance d'Unibel a ainsi constitué un comité *ad hoc* composé d'une majorité de membres indépendants en charge de désigner un expert indépendant, d'assurer le suivi de ses travaux et de préparer le projet d'avis motivé du Conseil de surveillance de la Société concernant l'Offre.

Sur proposition de ce comité *ad hoc*, le Conseil de surveillance de la Société a, le 16 janvier 2025, nommé le cabinet Associés en Évaluation et Expertise Financière (A2EF), représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions visées par l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, par l'Instruction AMF n°2006-08 et la Recommandation AMF n°2006-15 (l'« **Expert Indépendant** » ou « **A2EF** »).

L'Initiateur a indiqué par voie de communiqué de presse, le 25 mars 2025, son intention de rehausser le prix du projet d'offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire annoncé le 16 décembre 2024 à 1.180 euros par Action.

L'Etablissement Présentateur a présenté l'Offre le 25 mars 2025 pour le compte de l'Initiateur au Prix d'Offre par Action (soit 1.180 euros par Action).

1.2.2 Déclarations de franchissements de seuils légaux

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce et de l'article 8 des statuts de la Société, le Concert a déclaré :

- par courrier adressé à l'AMF en date du 20 décembre 2024, le franchissement à la hausse, le 16 décembre 2024, des seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50%, 2/3, 90% du capital et des droits de vote et le seuil de 95% du capital de la Société, le Concert détenant à cette date 2.289.100 Actions représentant 98,52% du capital et 93,54% des droits de vote de la Société[7] ; et
- par courrier adressé à la Société en date du 20 décembre 2024, le franchissement à la hausse, le 16 décembre 2024, des seuils légaux susmentionnés, ainsi que le franchissement à la hausse des seuils statutaires compris entre 1% et 98% (inclus) du capital de la Société et des seuils statutaires compris entre 1% et 93% (inclus) des

---

[6] Voir publication AMF n° 224C2832 du 24 décembre 2024.

[7] En ce compris 196.350 Actions d'autocontrôle détenues par Sofico et 32.302 Actions détenues par la Société assimilées aux Actions détenues par le Concert en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

droits de vote de la Société, le Concert détenant à cette date 2.289.100 Actions représentant 98,52% du capital et 93,54% des droits de vote de la Société[8].

L'Offre fait ainsi suite, conformément aux dispositions des articles 233-1 et 234-2 et suivants du Règlement Général de l'AMF, au franchissement à la hausse par le Concert des seuils de 30% et de 50% des titres de capital et des droits de vote de la Société.

Les franchissements de seuils susmentionnés résultent exclusivement de la signature du Pacte d'Actionnaires.

1.2.3 Motifs de l'Offre

S'agissant des motifs de l'Offre, l'Initiateur a indiqué que compte tenu de la structure actuelle de l'actionnariat de la Société avec un flottant inférieur à 1,5% du capital et du volume marginal d'échanges des Actions sur le marché, un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié.

L'Initiateur a également indiqué que l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, qui sera suivie 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.

Enfin, l'Initiateur a indiqué que l'Offre permettrait par ailleurs d'offrir une liquidité immédiate aux actionnaires minoritaires de la Société à un prix attractif, le Prix d'Offre par Action, fixé à 1.180 euros par Action, représentant une prime de 42,2% sur le cours de clôture du 16 décembre 2024 précédant l'annonce de l'Offre et respectivement de 47% et 32,5% sur le cours moyen pondéré par les volumes des 60 jours de négociation et des 12 mois précédant l'annonce du 16 décembre 2024.

L'indemnisation qui sera proposée aux actionnaires d'Unibel dans le cadre du Retrait Obligatoire sera identique au prix proposé dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

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

A la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 1.742.679 euros, divisé en 2.323.572 actions ordinaires de 0,75 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie. 1.882.707 Actions bénéficient 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 :

---

[8] En ce compris 196.350 Actions d'autocontrôle détenues par Sofico et 32.302 Actions détenues par la Société assimilées aux Actions détenues par le Concert 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
Concert	2.289.100	98,52%	3.934.609	93,54%	3.934.609	98,92%
CGFF	671.343	28,89%	1.342.686	31,92%	1.342.686	33,76%
RFE	574.751	24,74%	1.149.502	27,33%	1.149.502	28,90%
CIANAS	240.001	10,33%	480.002	11,41%	480.002	12,07%
Personnes physiques	150.280	6,47%	300.560	7,15%	300.560	7,56%
HFBBDE SA	171.634	7,39%	343.268	8,16%	343.268	8,63%
Octopus	163.246	7,03%	163.246	3,88%	163.246	4,10%
Sofico[9]	196.350	8,45%	0	0%	0	0%
Autres sociétés	89.193	3,84%	155.345	3,69%	155.345	3,91%
Auto-détention	32.302	1,39%	0	0%	0	0%
Public	34.472	1,48%	43.018	1,02%	43.018	1,08%
Ecart[10]	-	-	228.652	5,44%	-	-
TOTAL	2.323.572	100%	4.206.279	100%	3.977.627	100%

1.3 Termes de l'Offre

1.3.1 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 25 mars 2025.

Un avis de dépôt a été publié le même jour par l'AMF sur son site Internet (https://www.amf-france.org/)[11]. 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 (https://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, Unibel a déposé le 16 avril 2025 auprès de l'AMF son projet de note en réponse, incluant notamment le rapport de l'Expert Indépendant et l'avis motivé du Conseil de surveillance 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 (https://www.amf-france.org/) et d'Unibel (https://unibel.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

---

[9] Actions d'autocontrôle privées de droit de vote.

[10] Correspondant aux Actions d'autocontrôle détenues par Sofico et aux Actions détenues par la Société, toutes privées de droit de vote.

[11] Avis de dépôt n° 225C0553 du 25 mars 2025.

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, et le document « Autres Informations » relatif notamment aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société, seront tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, au siège de la Société. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (https://www.amf-france.org/) et de la Société (https://unibel.fr/).

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 Publique d'Achat Simplifiée conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement Général de l'AMF.

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

1.3.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation, non détenues directement ou indirectement par le Concert, à l'exclusion (i) des 196.350 Actions d'autocontrôle détenues par Sofico, société contrôlée par Unibel[12] et (ii) des 32.302 Actions auto-détenues par la Société[13], soit, à la connaissance de la Société, un nombre maximum de 34.472 Actions représentant 1,48% du capital et 1,02% des droits de vote théoriques de la Société à la date de la Note en Réponse.

1.3.3 Ajustement des termes de l'Offre

Il est rappelé que le Prix d'Offre par Action est de 1.180 euros.

Toute distribution de dividendes, d'acompte sur dividendes, de réserve, de prime d'émission ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature) décidée par la Société dont la date de détachement interviendrait, ou toute réduction de capital réalisée, avant la clôture de l'Offre donnera lieu à un ajustement à l'euro l'euro du Prix d'Offre par Action.

1.3.4 Conditions de l'Offre

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

---

[12] Ces Actions sont assimilées aux Actions détenues par le Concert en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

[13] Ces Actions sont assimilées aux Actions détenues par le Concert en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

1.3.5 Intentions de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire

La Note d'Information indique que dans la mesure où les actionnaires minoritaires qui ne font pas partie du Concert ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société à la date de la Note d'Information, l'Offre Publique d'Achat Simplifiée sera immédiatement suivie du Retrait Obligatoire visant la totalité des Actions visées par l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et non encore détenues par le Concert. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les Actions visées qui n'auront pas été apportées à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre par Action (soit 1.180 euros par Action), nette de tout frais.

1.4 Procédure et calendrier indicatif de l'Offre

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

Conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, l'Offre Publique d'Achat Simplifiée sera ouverte pour une période de 10 jours de négociation et ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

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 2.5 de la Note d'Information, les Actions apportées à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée 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 a indiqué se réserver 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, une entreprise d'investissement) qui souhaiteraient apporter des Actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée 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 Publique d'Achat Simplifiée (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 d'Achat Simplifiée. En conséquence, les actionnaires dont les Actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter des Actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée 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 d'Achat Simplifiée. Les ordres de présentation des Actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée seront irrévocables.

L'Offre Publique d'Achat Simplifiée 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. BNP Paribas Portzamparc, 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 d'Achat Simplifiée, 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 d'Achat Simplifiée.

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 et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens. Par conséquent, les actionnaires de la Société situés hors de France ne pourront valablement apporter leurs Actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée que dans la mesure où le droit étranger auquel ils sont soumis le leur permet sans qu'aucune autre formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur. En effet, la diffusion de la Note d'Information, de la Note en Réponse ou de tout autre document relatif 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 Publique d'Achat Simplifiée 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 d'Achat Simplifiée, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités d'ouverture de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée. Un calendrier est proposé ci-dessous, à titre purement indicatif.

Dates	**Principales étapes de l'Offre**
25 mars 2025	- Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information auprès de l'AMF ; - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur, de la Société et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (https://www.amf-france.org/fr) et de la Société (https://unibel.fr/) du projet de note d'information ; et - Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note d'information.
16 avril 2025	- Dépôt du projet de note en réponse auprès de l'AMF incluant le rapport de l'Expert Indépendant et l'avis motivé du Conseil de surveillance ; - Mise à disposition du public au siège de la Société, et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (https://www.amf-france.org/fr) et de la Société (https://unibel.fr/), du projet de note en réponse ; et - Diffusion par la Société d'un communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse.
23 mai 2025	- Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information, et apposition du visa de l'AMF sur la Note en Réponse ; - Mise à disposition du public aux sièges de la Société, de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (https://www.amf-france.org/fr) et de la

	Société (https://unibel.fr/) de la Note d'Information visée ; - Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de dépôt et de mise à disposition de la Note d'Information ; - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (https://www.amf-france.org/fr) et de la Société (https://unibel.fr/) de la Note en Réponse de la Société ; - Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de dépôt et de mise à disposition de la Note en Réponse ; - Dépôt des documents « Autres Informations » de l'Initiateur et de la Société auprès de l'AMF ; - Mise à disposition du public auprès de la Société, de l'Initiateur et de l'Etablissement Présentateur et sur les sites Internet de l'AMF (https://www.amf-france.org/fr) et de la Société (https://unibel.fr/) des documents « Autres Informations » de l'Initiateur et de la Société ; et - Diffusion par l'Initiateur des communiqués de dépôt et de mise à disposition des documents « Autres Informations » de l'Initiateur et de la Société.
26 mai 2025	- Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée ; et - Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et à ses modalités.
27 mai 2025	- Ouverture de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée pour une durée de 10 jours de négociation.
9 juin 2025	- Clôture de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (dernier jour de passage des ordres de vente sur le marché).
11 juin 2025	- Publication de l'avis de résultat de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée par l'AMF.
Dès que possible après la publication des résultats	- Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Paris.

2 Avis motivé du Conseil du surveillance

2.1 Composition du Conseil de surveillance

A la date de la Note en Réponse, le Conseil de surveillance de la Société est composé des membres suivants :

- Florian Sauvin (Président du Conseil de surveillance)
- Joëlle Pacteau* (Vice-Présidente du Conseil de surveillance)
- Laurent Fiévet
- Valentine Fiévet
- Marine Fiévet
- Marion Sauvin
- Thomas Sauvin
- Michel Baguenault de Puchesse*
- Cécile Tandeau de Marsac*
- Thierry Billot*

**membre indépendant*

2.2 Présentation du Comité Ad Hoc

Le Conseil de surveillance, réuni le 16 décembre 2024, a mis en place un comité *ad hoc* (le « **Comité Ad Hoc** ») composé de 3 membres, dont une majorité de membres indépendants du Conseil de surveillance en application des dispositions du III de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF ayant pour mission, dans le cadre du projet d'Offre de l'Initiateur, d'examiner les termes et conditions du projet d'Offre qui serait déposé, en ce compris les accords ou éléments susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, de suivre le déroulement de l'opération, de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil de surveillance.

Le Comité Ad Hoc est composé depuis sa constitution des personnes suivantes : Florian Sauvin (Président), Thierry Billot (membre indépendant) et Michel Baguenault de Puchesse (membre indépendant).

Le Conseil de surveillance, réuni le 16 janvier 2025 a, sur la base de la recommandation du Comité Ad Hoc, désigné le cabinet A2EF, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, en qualité d'expert indépendant à charge d'émettre, en application des dispositions de l'article 261-1, I et II du Règlement Général de l'AMF, un rapport sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et du Retrait Obligatoire.

La nomination de l'Expert Indépendant a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par la Société le 16 janvier 2025.

Le rapport de l'Expert Indépendant ainsi que l'avis motivé du Conseil de surveillance 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 avril 2025, afin d'examiner le projet d'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 de surveillance. Il est reproduit ci-dessous.

2.3 **Avis motivé du Conseil de surveillance**

En application des dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, les membres du Conseil de surveillance se sont réunis le 15 avril 2025, afin d'examiner le projet d'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 de surveillance de la Société étaient présents ou représentés.

Les éléments suivants ont été mis à la disposition des membres du Conseil de surveillance :

- 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 A2EF 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 ;
- le projet de document « Autres informations » relatif aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres caractéristiques de la Société ; et
- les observations écrites d'actionnaires reçues par la Société notamment relatives au caractère insuffisant du Prix d'Offre par Action et les réponses apportées à ces observations par l'Expert Indépendant dans son rapport.

Le Conseil de surveillance de la Société, lors de cette réunion tenue le 15 avril 2025, a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité (en ce compris l'ensemble des membres indépendants, les autres membres du Conseil de surveillance ayant souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent, exprimer leur vote en s'en remettant à la position dégagée et recommandée par le Comité Ad Hoc).

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

Activités et recommandations du Comité Ad Hoc

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

(a) Nomination de l'Expert Indépendant

- A2EF, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, 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 de surveillance comme Expert Indépendant, compte tenu notamment de la compétence des personnes amenées à intervenir sur les travaux d'évaluation (dont notamment Madame Sonia Bonnet-Bernard, associée du cabinet), de la réputation du cabinet et de l'absence de tout conflit d'intérêts ;
- A2EF 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 A2EF auprès de la Société est contenue dans une lettre de mission en date du 16 janvier 2025.

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

- A compter de sa constitution le 16 décembre 2024, les membres du Comité Ad Hoc ont participé au total à 7 réunions, chacune d'entre elles ayant eu lieu en présence de l'Expert Indépendant, à l'exception de la réunion du 19 décembre 2024 ayant pour objet la sélection de l'expert indépendant dont la désignation devait être proposée au Conseil de surveillance.
- Plus spécifiquement, les membres du Comité Ad Hoc, l'Expert Indépendant et le management de la Société ont interagi de la façon suivante :
    - Le 19 décembre 2024, le Comité Ad Hoc a pris connaissance des profils et des offres de service de cabinets d'experts indépendants, et après étude de leurs profils, a décidé de recommander au Conseil de surveillance le cabinet A2EF ;
    - Le 16 janvier 2025, le Conseil de surveillance a procédé à la nomination du cabinet A2EF en qualité d'expert indépendant ;
    - Le 21 janvier 2025, l'Expert Indépendant a présenté au Comité Ad Hoc sa mission et les diligences à accomplir dans le cadre de celle-ci ;
    - Le 20 février 2025, l'Expert Indépendant a présenté au Comité Ad Hoc les méthodes d'évaluation retenues dans le cadre de sa mission ;
    - Le 28 février 2025, l'Expert Indépendant a présenté au Comité Ad Hoc le résultat de ses entretiens avec le management et ses premières hypothèses de travail ;
    - Le 6 mars 2025, le Comité Ad Hoc et l'Expert Indépendant ont revu de manière approfondie les hypothèses de travail retenues par l'Expert Indépendant pour chacune des méthodes d'évaluation ;
    - Le 24 mars 2025, tenant compte des échanges intervenus lors de la précédente réunion du Comité Ad Hoc, l'Expert Indépendant a présenté au Comité Ad Hoc ses travaux d'évaluation à date. L'Expert Indépendant a également porté à la connaissance du Comité Ad Hoc les lettres d'actionnaires qui lui ont été adressées ;

- Le 15 avril 2025, le Comité Ad Hoc a pris connaissance du projet de note d'information déposé le 25 mars 2025 par l'Initiateur auprès de l'AMF. Dans cette même réunion, l'Expert Indépendant a présenté ses conclusions au Comité Ad Hoc en amont de la remise de son projet d'avis motivé par le Comité Ad Hoc.

- A la suite de sa nomination intervenue le 16 janvier 2025, l'Expert Indépendant a débuté ses travaux et les a achevés le 15 avril 2025, date à laquelle il a remis la version finale de son rapport.
- 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.
- Le Comité Ad Hoc indique ne pas avoir été informé et ne pas avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.
- 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 comptes consolidés de la Société au 31 décembre 2024 et le détail de ces comptes ;
    - les comptes consolidés de Bel au 31 décembre 2024 et le détail de ces comptes ;
    - le Budget 2025 du groupe Bel ;
    - le plan d'affaires du groupe Bel pour la période 2024-2029 préparé par le management de Bel, finalisé mi-2024 et approuvé par le Conseil de surveillance en septembre 2024 conformément aux procédures habituelles[14] ;
    - l'étude Xerfi sur la fabrication des produits laitiers (qui date de 2024 et mise à jour en janvier 2025) ;
    - le projet de note d'information et le projet de note en réponse ;
    - les données financières historiques publiques de la Société (incluant les éléments de l'exercice clos le 31 décembre 2024) ;
    - le rapport d'évaluation d'Unibel préparé par l'Etablissement Présentateur BNP Paribas ; et
    - les accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre tels que décrits en section 6 du projet de note réponse.
- Par ailleurs, l'Expert Indépendant a eu de nombreuses interactions avec le *management* de la Société et du groupe Bel afin de valider un certain nombre d'hypothèses, notamment relatives au plan d'affaires et aux perspectives du groupe

[14] Le plan d'affaires traduit, au moment de l'Offre, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes que celles mentionnées au plan d'affaires. Il n'y a pas de différences significatives entre le plan d'affaires et la communication financière antérieure de la Société.

Bel. Les réunions et interactions entre le Comité Ad Hoc, le *management,* l'Etablissement Présentateur et l'Expert Indépendant sont mentionnées dans le rapport du cabinet A2EF.

- 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 avril 2025, le Comité Ad Hoc (i) a procédé à la revue du rapport de l'Expert Indépendant, (ii) a finalisé ses recommandations au Conseil de surveillance relativement à son avis sur l'Offre, (iii) a procédé à la revue de la version finale 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.

(c) Présentation du rapport de l'Expert Indépendant

- A2EF, ayant été nommé en qualité d'Expert indépendant en application de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF, a présenté son rapport au Comité Ad Hoc lors de sa réunion tenue le 15 avril 2025.
- Ce rapport a été communiqué aux membres du Conseil de surveillance et a été discuté avec eux lors de sa réunion tenue le 15 avril 2025.
- Les conclusions du rapport de l'Expert indépendant figurent ci-dessous :

« Le Conseil de Surveillance de la Société nous a désignés en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre, sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers, et en particulier des alinéas 261-1 I 1° (la Société étant déjà contrôlée, au sens de l'article L. 233-3, I du Code de commerce, par le Concert avant le lancement de l'Offre), 261-1 I 2° (les dirigeants d'Unibel ayant conclu un accord avec l'Initiateur, susceptible d'affecter leur indépendance), 261-1 I 4° (des accords connexes à l'Offre ayant été signés) et 261-1 II (un retrait obligatoire étant prévu).

Notre Mission consiste à porter une appréciation sur l'équité du prix de 1 180 euros offert par l'Initiateur aux actionnaires de la Société, au regard d'une analyse de la valeur de l'action de cette dernière et à étudier les accords connexes de manière à s'assurer qu'ils ne remettent pas en cause l'équité des conditions de l'Offre.

A titre liminaire, nos travaux ont été arrêtés à la date du 31 mars 2025 et ne prennent pas en compte l'annonce de la mise en œuvre de droits de douane aux Etats-Unis.

Nous observons, à l'issue de nos travaux, que le prix de 1 180 euros proposé par action :

- *A titre principal, fait ressortir une prime de 3,3% sur l'actif net réévalué par action calculé en retenant une valeur de Bel déterminée selon la méthode DCF, sur la base d'un plan d'affaires 2025-2029 établi par le management, prenant en compte une croissance moyenne annualisée de 3,5% et une marge opérationnelle courante de 9,3% en fin de plan (intervalle de décote et prime de -9% à 16,7% ressortant de l'analyse de sensibilité) ;*

- *A titre secondaire, fait ressortir des primes de 2,3% à 18,9% sur l'actif net réévalué par action calculé en retenant une valeur de Bel déterminée par application de multiples de sociétés cotées comparables ;*
- *A titre secondaire, est sensiblement égal (décote de 0,8%) à l'actif net réévalué par action calculé en retenant une valeur de Bel égale au prix qui avait été proposé dans le cadre de l'OPR-RO déposée fin 2021 sur les titres de Bel. Nous relevons que le prix de Bel qui avait été retenu à cette date était fondé sur une analyse DCF prenant en compte un plan d'affaires qui n'a pas été réalisé, et sur l'application de multiples de sociétés cotées qui ont baissé aujourd'hui*[15] *;*
- *A titre secondaire, fait ressortir une prime de 34,7% sur l'actif net réévalué par action calculé en retenant une valeur de Bel égale au prix de souscription de titres Bel dans le cadre du FCPE ;*
- *A titre secondaire, offre des primes entre 32,6% et 47% sur les cours de bourse de la Société à la date de l'annonce de l'opération (spot, moyennes 20 jours, 60 jours et 1 an) et des primes entre 20% et 26% par rapport aux prix ressortant de transactions récentes sur le capital d'Unibel ou sur des sociétés familiales détenant des titres Unibel.*

Nous avons également analysé les accords connexes à l'Offre (à savoir le Pacte d'actionnaires signé le 16 décembre 2024) qui n'appellent pas de remarque particulière en ce qu'ils ne contiennent aucune clause pouvant s'apparenter à un mécanisme de prix garanti ou de complément de prix, ni de clause susceptible de remettre en cause le caractère équitable des conditions de l'Offre.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix de 1 180 euros par action proposé aux actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de la présente Offre est équitable d'un point de vue financier, y compris dans la perspective du retrait obligatoire envisagé à l'issue de l'OPAS. ».

(d) 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 et du groupe Bel, de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre au sein du groupe Bel et d'accompagner son développement.
    - *En matière d'emploi*. L'Initiateur a indiqué que l'Offre s'inscrit dans une logique de prolongement de la stratégie du groupe Bel. Il n'anticipe donc pas d'impact sur la politique de la Société 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

[15] *Plusieurs actionnaires minoritaires estiment que Bel devrait être retenu pour une valeur égale au prix proposé lors de l'OPR-RO, majoré des résultats réalisés depuis lors. Cette affirmation n'est pas exacte car le prix avait été déterminé sur la base d'une analyse DCF et sur l'application de comparables boursiers, et intégrait donc les résultats futurs attendus. Compte tenu de la non réalisation du plan d'affaires et de la baisse du marché depuis 2021, nous n'avons aucun élément qui pourrait nous permettre de conclure que la valeur de Bel aurait augmenté depuis lors.*

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 Publique d'Achat Simplifiée, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, afin notamment de mettre fin à l'admission des titres de la Société aux négociations et ainsi de réduire les coûts de fonctionnement de la Société 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 Comité Ad Hoc a également relevé que la Société restera contrôlée à l'issue de l'Offre par le Concert qui détient, 2.289.100 Actions représentant 98,52% du capital et 93,54% 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 conformément à l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF. Sur le fondement des intentions et des objectifs de l'Initiateur exposés dans le projet de note d'information et des éléments exposés ci-dessus, 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 de 1.180 euros pour les actionnaires de la Société après avoir réalisé une évaluation multicritères ;

- L'approche de valorisation de l'actif net réévalué, 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 1.010,8 euros et 1.296,4 euros, avec une valeur centrale de 1.142,4 euros, soit une prime ressortant du Prix d'Offre Par Action de +3,3% par rapport à cette valeur centrale, l'apport à l'Offre permettant ainsi de saisir la pleine valeur de la Société selon ses ambitions actuelles ;

- L'Initiateur offre une liquidité immédiate aux actionnaires qui apporteront leurs Actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, la liquidité des Actions étant faible sur le marché du fait de l'étroitesse du flottant ;

- Le Retrait Obligatoire ayant vocation à intervenir à l'issue de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée 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 l'actionnariat de la Société avec un flottant inférieur à 1,5 % du capital et du volume marginal d'échanges des Actions 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, étant précisé que la Société n'a pas pris de décisions pouvant être qualifiées de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre.

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

Avis motivé du Conseil de surveillance de la Société

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, en ce compris du projet d'avis motivé (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 de surveillance, après en avoir délibéré, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés (en ce compris l'ensemble des membres indépendants, les autres membres du Conseil de surveillance ayant souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent, exprimer leur vote en s'en remettant à la position dégagée et recommandée par le Comité Ad Hoc) :

- prend acte :
    - des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;
    - des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;
    - des conclusions de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre considérant que le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective du Retrait Obligatoire ; et
    - des travaux et recommandations du Comité Ad Hoc ;
- décide d'approuver et de reprendre à son compte, 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 ;
- considère à ce titre que l'Offre et ses conséquences sont conformes aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- émet ainsi un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il a été présenté ; et
- recommande en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

A la suite de la signature des Promesses Unilatérales d'Achat et de la réception par l'Expert Indépendant de plusieurs courriers adressés par certains actionnaires minoritaires, l'Expert Indépendant a préparé un *addendum* à son rapport initial le 14 mai 2025.

Les membres du Comité Ad Hoc se sont réunis le 15 mai 2025 afin de prendre connaissance de l'*addendum* au rapport initial de 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 avril 2025 et (ii) confirmé que ces nouveaux éléments n'affectent pas sa recommandation initiale au Conseil de surveillance en date du 15 avril 2025 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 de surveillance s'est réuni le 15 mai 2025 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 de surveillance étaient présents ou représentés.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil de surveillance ont pris connaissance :

- de l'*addendum* au rapport de l'Expert Indépendant confirmant les conclusions de son rapport initial en date du 15 avril 2025 ; et
- des projets finaux de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société.

Le Conseil de surveillance a par ailleurs pris acte de la délibération du Comité Ad Hoc du 15 mai 2025 ayant confirmé sa recommandation du 15 avril 2025, connaissance prise de l'*addendum* au rapport de l'Expert Indépendant.

Au regard de ces éléments, le Conseil de surveillance a, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés (en ce compris l'ensemble des membres indépendants, les autres membres du Conseil de surveillance ayant souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent, exprimer leur vote en s'en remettant à la position dégagée et recommandée par le Comité Ad Hoc), réitéré sa décision du 15 avril 2025 :

- 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 Indépendant

En application de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF, l'Expert Indépendant a été désigné le 16 janvier 2025 par le Comité Ad Hoc afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 15 avril 2025, ainsi que son *addendum* en date du 14 mai 2025, sont intégralement reproduits en Annexe de la présente Note en Réponse.

4 Intentions des membres du Conseil de surveillance

Monsieur Florian Sauvin, Monsieur Laurent Fiévet, Madame Valentine Fiévet, Madame Marine Fiévet, Madame Marion Sauvin et Monsieur Thomas Sauvin sont membres du Concert. Leurs Actions ne sont donc pas visées par l'Offre.

Madame Joëlle Pacteau, Monsieur Michel Baguenault de Puchesse, Madame Cécile Tandeau de Marsac et Monsieur Thierry Billot ne détiennent aucune Action à la date de la Note en Réponse.

5 Intention de la Société concernant les Actions auto-détenues

Les 32.302 Actions auto-détenues ne sont pas visées par l'Offre et ne seront ainsi pas apportées.[16]

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

Sous réserve des différents accords mentionnés à la présente section 6 de la Note en Réponse, 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. A la connaissance de la Société, il n'existe pas en particulier d'engagement d'apport à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

6.1 Pacte d'Actionnaires

Le Pacte d'Actionnaires a été conclu en présence de la Société le 16 décembre 2024 entre les membres du Concert, à savoir :

- Eliane Fiévet, Valentine Fiévet, Fêt-Nat Bailly, Antoine Fiévet, Isabelle Fiévet, Marine Fiévet, Gaspard Fiévet, Lancelot Fiévet, Laurent Fiévet, Catherine Sauvin, Marion Sauvin, Inès Roidor, Jules Roidor, Lucas Roidor, Florian Sauvin, Ariane Sauvin, Margot Sauvin, Alexandre Sauvin, Thomas Sauvin, Joseph Sauvin, la société H.V.F.[17], la société Octopus[18], la société Sequoia[19], la SCP Marsau[20], la société Lobster Investment Company[21] et la société HPFFS[22], qui y sont désignés ensemble comme les « **Concertistes Familiaux Historiques** » ;
- La société Comptoir Général des Fromagers Français, la société Les Cinéastes Animaliers Associes (CIANAS)[23], la Société Civile R.F.E (RFE)[24], la société Fiévet Frères[25] et la Société Commerciale Et Immobilière Française (SCIF)[26], qui y sont désignées ensemble comme les « **Société Familiales** » et ensemble avec les Concertistes Familiaux Historiques, les « **Concertistes Historiques** » ; et

---

[16] Ces Actions sont assimilées aux Actions détenues par le Concert en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

[17] Société privée à responsabilité limitée de droit belge dont le siège social est sis avenue des Chênes 22, 1180 Uccle Bruxelles Belgique, ayant pour numéro d'entreprise le 0508.812.609.

[18] Société civile dont le siège social est sis 18 rue Ledion – 75014 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 952 445 781.

[19] Société civile dont le siège social est sis 9 Boulevard de la Tour Maubourg – 75007 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 982 075 434.

[20] Société civile dont le siège social est sis 67, impasse des Fontanettes, 74320 Sevrier immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés d'Annecy sous le numéro 790 200 471.

[21] Société par actions simplifiée unipersonnelle dont le siège social est sis 124 rue La Fayette, 75010 Paris immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 814 746 491.

[22] Société civile au capital de 40 681 803 euros dont le siège social est sis 124 rue La Fayette, 75010 Paris immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 844 371 054.

[23] Société anonyme dont le siège social est sis 2 allée de Longchamp 92150 Suresnes, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 692 015 142 (« **CIANAS** »).

[24] Société civile dont le siège social est sis 2 allée de Longchamp 92150 Suresnes, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 442 782 660 (« **RFE** »).

[25] Société à responsabilité limitée dont le siège social est sis 2 allée de Longchamp 92150 Suresnes, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 457 502 649 (« **FF** »).

[26] Société à responsabilité limitée dont le siège social est sis 2 allée de Longchamp 92150 Suresnes, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 572 142 180.

- Clémentine Dufort épouse Costet, Stéphane Dufort, Jean-Thierry Dufort et la société HFBBDE SA[27], qui y sont désignés ensemble comme les « **Nouveaux Concertistes** » et ensemble avec les Concertistes Historiques, le « **Concert** » et pour les besoins de la section 6, les « **Parties** ».

Les principaux termes du Pacte d'Actionnaires ont fait l'objet d'une communication par l'AMF le 24 décembre 2024, conformément aux dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce[28].

Le Pacte d'Actionnaires a pour objet de définir les droits et obligations que les Parties entendent se conférer au sein du Concert afin (i) d'assurer la stabilité du contrôle et de l'actionnariat d'Unibel et de son groupe par les Parties, (ii) d'en préserver le caractère familial et favoriser la transmission aux générations futures, (iii) d'organiser et encadrer la liquidité de la participation des Parties au capital d'Unibel et (iv) de veiller au respect des intérêts stratégiques et patrimoniaux des Parties.

Les principaux termes du Pacte d'Actionnaires sont les suivants :

Action de concert : les Parties réitèrent l'existence d'une action de concert reposant notamment sur la préservation du caractère familial de l'actionnariat d'Unibel et l'encadrement de la liquidité de leurs Actions.

Transferts interdits : les Parties s'engagent à ne pas transférer, directement ou indirectement, leurs Actions à un concurrent du groupe Bel, sauf (i) accord préalable et écrit des Parties à la majorité qualifiée (2/3 des titres objets du Pacte d'Actionnaires) ou (ii) en cas de transfert entrainant une cession de contrôle[29].

Inaliénabilité : les Parties s'engagent à ne procéder à aucun transfert d'Actions pendant une période de deux (2) ans à compter de l'entrée en vigueur du Pacte d'Actionnaires, sauf accord préalable et écrit des Parties à la majorité qualifiée (2/3 des titres objets du Pacte d'Actionnaires).

Droit de préemption : un droit de préemption est institué au bénéfice des Concertistes Historiques en cas de projet de transfert d'Actions par un Nouveau Concertiste. Il ne peut s'exercer collectivement ou individuellement par les Concertistes Historiques que pour la totalité des Actions offertes par le cessionnaire.

Droit de sortie conjointe proportionnel : un droit de sortie conjointe proportionnel est institué au bénéfice des Nouveaux Concertistes en cas de projet de transfert d'Actions à un tiers par des Concertistes Familiaux Historiques n'entrainant pas une cession de contrôle d'Unibel[30] et n'entrainant pas la mise en œuvre de l'obligation de sortie décrite ci-après. Dans ce cas, les Nouveaux Concertistes pourront choisir de transférer au cessionnaire aux mêmes conditions, notamment de prix, un nombre d'Actions proportionnel au nombre d'Actions cédées par le ou les Concertistes Familiaux Historiques cédants.

---

[27] Société anonyme de droit belge dont le siège social est sis Route de Renipont 65A, 1380 Lasne, ayant pour numéro d'entreprise le 0895.885.862.

[28] Voir publication AMF n° 224C2832 du 24 décembre 2024.

[29] C'est-à-dire ayant pour conséquence que les Concertistes Familiaux Historiques ne détiennent plus, directement ou indirectement, le contrôle d'Unibel au sens de l'article L. 233-3, I et II du Code de commerce.

[30] C'est-à-dire n'ayant pas pour conséquence que les Concertistes Familiaux Historiques ne détiennent plus, directement ou indirectement, le contrôle d'Unibel au sens de l'article L. 233-3, I et II du Code de commerce.

Obligation de sortie : en cas de projet de transfert d'Actions à un tiers par des Concertistes Historiques constituant une cession de contrôle[31], les Nouveaux Concertistes s'engagent, à la demande des Concertistes Historiques cédants, à céder à l'acquéreur aux mêmes conditions, notamment de prix, un nombre d'Actions proportionnel au nombre d'Actions cédées par le ou les Concertistes Historiques cédants.

Transferts libres : la période d'inaliénabilité, le droit de préemption, le droit de sortie conjointe et l'obligation de sortie ne sont pas applicables en cas de transferts libres (transferts entre Parties, à des ascendants et descendants en ligne directe, frères et sœurs et neveux et nièces, à des entités détenues à hauteur de 100% par ces derniers, et à Unibel (dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables)).

Contrôle de l'actionnariat : le Pacte d'Actionnaires prévoit un droit d'acquisition des Actions détenues par un Nouveau Concertiste personne morale au bénéfice des Concertistes Historiques en cas de changement de l'actionnariat dudit Nouveau Concertiste personne morale au profit de tiers, ainsi qu'une mécanique optionnelle d'achat au bénéfice des Parties en cas de transfert à des membres extérieurs à la famille résultant du décès d'un Nouveau Concertiste, aux fins de préserver le caractère familial de l'actionnariat de la Société.

Réorganisation de l'actionnariat : le Pacte d'Actionnaires prévoit, par dérogation aux autres clauses susmentionnées, la possibilité pour la société HFBBDE de transférer la propriété d'Actions aux autres Nouveaux Concertistes (ou à leurs holdings personnelles) dans le cadre d'un projet de réorganisation. Le Pacte d'Actionnaires prévoit également certaines opérations de reclassement des participations dans une logique de simplification de l'actionnariat. Il est notamment prévu que l'Initiateur absorbe successivement FF, RFE et CIANAS via des opérations de fusions.

Offre publique : le Pacte d'Actionnaires prévoit l'engagement des Parties de déposer l'Offre auprès de l'AMF. Les Parties s'engagent, à compter de la signature du Pacte d'Actionnaires et pour toute la durée de l'Offre à ne pas transférer (hors transferts libres) ou acquérir d'Actions autrement que dans le cadre de l'Offre.

Promesses unilatérales d'achat : par exception, sous réserve que l'Offre soit déclarée conforme par l'AMF et que la décision de conformité ait été purgée de tout recours, les Concertistes Familiaux Historiques se sont engagés à faire en sorte que l'une des Sociétés Familiales conclue avec Clémentine Dufort épouse Costet, Stéphane Dufort et Jean-Thierry Dufort, des promesses unilatérales d'achat à leur bénéfice portant sur l'intégralité des Actions qu'ils détiennent directement dans Unibel, à savoir 10.000 Actions chacun, et exerçables à compter de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire envisagé à un prix strictement égal au Prix d'Offre par Action (les « **Promesses Unilatérales d'Achat** »).

Il est à noter que les transferts découlant des Promesses Unilatérales d'Achat doivent être considérés comme des reclassements au sein du Concert.

Les Promesses Unilatérales d'Achat ont finalement été signées le 28 avril 2025 et ont été transmises à l'Expert Indépendant et à l'AMF le même jour. La signature des Promesses Unilatérales d'Achat a fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF le 30 avril 2025[32].

---

[31] C'est-à-dire ayant pour conséquence que les Concertistes Familiaux Historiques ne détiennent plus, directement ou indirectement, le contrôle d'Unibel au sens de l'article L. 233-3, I et II du Code de commerce.

[32] Voir document AMF n°2025DD1035014 du 1er mai 2025 publié le 19 mai 2025.

Droit d'information : à compter de la réalisation du Retrait Obligatoire, les Parties bénéficieront de droits d'information particuliers (rapport d'activité semestriel ou trimestriel si disponible, communication en amont des rapports des commissaires aux comptes et information en amont de toute annonce officielle de la décision de toute opération de cession ou d'acquisition d'actifs d'une valeur supérieure ou égale à 100 millions d'euros par la Société ou le groupe Bel).

Arrêt total des procédures : la signature du Pacte d'Actionnaires met fin à l'ensemble des différends existant entre les membres du Concert.

Droit applicable : le Pacte d'Actionnaires est soumis au droit français.

6.2 Pacte Dutreil

Dans le cadre du Pacte d'Actionnaires, les Parties se sont engagées à souscrire un engagement collectif de conservation dans le cadre du régime prévu à l'article 787 B du Code général des impôts.

Le 16 décembre 2024, certaines Parties[33] ont conclu un pacte Dutreil (le « **Pacte Dutreil** ») enregistré le 20 janvier 2025 portant sur 1.689.317 Actions représentant 72,70% du capital et 80,32% des droits de vote théoriques de la Société, lesquelles sont soumises à un engagement de conservation d'une durée de 2 ans à compter de l'enregistrement, étant précisé que cette durée est prorogeable automatiquement par périodes de 3 mois.

7 Eléments relatifs à la Société susceptibles d'avoir une incidence significative en cas d'offre publique

7.1 Structure et répartition du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève à 1.742.679 euros, divisé en 2.323.572 actions ordinaires de 0,75 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le tableau figurant en section 1.2.4 de la présente 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 de franchissements de seuils

Aux termes de l'article 8 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 accusé de réception adressée au siège social dans le délai de 15 jours à compter du franchissement

[33] Antoine Fiévet, Florian Sauvin, Laurent Fiévet, Valentine Fiévet, Marion Sauvin, Thomas Sauvin, Gaspard Fiévet, Marine Fiévet, HFBBDE, RFE, CIANAS, FF, Société Commerciale Et Immobilière Française (SCIF) et l'Initiateur.

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 prévus 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 Transferts d'Actions

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

7.2.3 Droit de vote double

Conformément à l'article 16 des statuts de la Société, un droit de vote double est attribué à toute action nominative entièrement libérée pour laquelle il est justifié d'une inscription en compte au nom d'un même actionnaire pendant une durée d'au moins quatre ans. Ce droit s'exercera lors de la première assemblée suivant le quatrième anniversaire de la date de cette inscription en compte ; et à toute action nominative distribuée gratuitement à un actionnaire, en cas d'augmentation de capital par incorporation de sommes inscrites aux comptes de primes d'émission, réserves ou report à nouveau, à raison d'actions anciennes auxquelles un droit de vote double est attaché.

Le transfert de la propriété d'une action fait perdre à l'action le droit de vote double susvisé, sauf dans les cas prévus par la loi.

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

A la date de la Note en Réponse, à l'exception du Pacte d'Actionnaires et du Pacte Dutreil, plus amplement détaillés à la section 6 de la Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entrainer des restrictions au transfert d'actions à l'exercice des droits de vote de la Société.

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

A la date de la Note en Réponse, à l'exception du Pacte d'Actionnaires, plus amplement détaillé à la section 6.1 de la Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote sur la Société.

7.5 Participations directes et 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.

Au cours des douze mois précédant la date de la Note en Réponse, la Société a uniquement été informée, par courrier en date du 20 décembre 2024, du franchissement à la hausse par le Concert, le 16 décembre 2024 (i) des seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50%, 2/3, 90% du capital et des droits de vote et le seuil de 95% du capital de la Société et (ii) des seuils statutaires compris entre 1% et 98% (inclus) du capital de la Société et des seuils statutaires compris entre 1% et 93% (inclus) des droits de vote de la Société, le Concert détenant à cette date 2.289.100 Actions représentant 98,52% du capital et 93,54% des droits de vote de la Société[34].

La déclaration de franchissements de seuils adressée à l'AMF est disponible sur le site Internet de l'AMF (https://www.amf-france.org/)[35].

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 de la Note en Réponse.

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

Néant.

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

Néant.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance, ainsi qu'à la modification des statuts

7.8.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil de surveillance

Conformément à l'article 14 des statuts de la Société, le Conseil de surveillance est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

Les membres, personnes physiques ou morales, sont nommés par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires.

La durée des fonctions des membres du Conseil de surveillance est de trois ans. Par exception, et exclusivement afin de permettre la mise en œuvre et le maintien de l'échelonnement des mandats de membres du Conseil de surveillance, l'assemblée générale ordinaire pourra nommer un ou plusieurs membres du Conseil de surveillance pour une durée d'un ou deux ans.

Les membres du Conseil de surveillance sont rééligibles et peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Le nombre de membre du Conseil de surveillance ayant atteint l'âge de 80 ans ne pourra être supérieur au tiers des membres du Conseil de surveillance effectivement en fonction.

---

[34] En ce compris 196.350 Actions d'autocontrôle détenues par Sofico et 32.302 Actions détenues par la Société assimilées aux Actions détenues par le Concert en application des dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

[35] Voir publication AMF n° 224C2832 du 24 décembre 2024.

7.8.2 Modification des statuts

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

7.9 Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions

Les pouvoirs du Directoire sont décrits à l'article 13 des statuts de la Société.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts de la Société, le Directoire dispose des autorisations suivantes en matière d'émission ou de rachat de titres :

Date de l'Assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation	Nature de l'autorisation	Montant nominal maximum autorisé ou pourcentage du capital social	Durée	Utilisation
16 mai 2024	Autorisation donnée au Directoire 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	Montant total maximum de 300.082.500 euros	18 mois	0
16 mai 2024	Autorisation donnée au Directoire à l'effet d'annuler les actions rachetées par la Société dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce	10% du capital au jour de la décision d'annulation, déduction faite des éventuelles actions annulées au cours des vingt-quatre derniers mois	24 mois	0

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

La Société étant déjà contrôlée par le Concert avant le lancement de l'Offre, l'Offre n'entrainera 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 Directoire et du Conseil de surveillance, les dirigeants ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat prend fin en raison d'une offre publique**

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

7.12 **Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mis en œuvre ou décide de mettre en œuvre**

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

8 Informations complémentaires concernant la Société

Le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée. Des exemplaires de ce document seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (https://www.amf-france.org/) et de la Société (https://unibel.fr/) et pourront être obtenus sans frais au siège social de la Société, 2 allée de Longchamp, 92150 – Suresnes.

9 Personne assumant la responsabilité de la Note en Réponse

« *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 Éric de Poncins,
Président du Directoire

Annexe
Rapport de l'Expert Indépendant et *addendum*

[Bas de page laissé volontairement vierge]

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
INITIEE PAR UN CONCERT FAMILIAL SUR LES TITRES UNIBEL

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

Rapport de l'expert indépendant

Nous avons été sollicités par la société Unibel (ci-après « Unibel » ou « la Société »), société dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris, pour apprécier les conditions proposées dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (OPAS) qui devrait être suivie d'un retrait obligatoire (ci-après « l'Offre »), initiée sur les titres de cette dernière, par la société Comptoir Général des Fromagers Français (ci-après « CGFF ») de concert avec les autres membres du Concert qui ont signé le pacte d'actionnaires en date du 16 décembre 2024[1] (ci-après « le Concert » ou « l'Initiateur ») qui détient à la date de ce rapport, 98,52% du capital et 93,54% des droits de vote théoriques de la Société (98,92% des droits de vote exerçables).

Le prix proposé est de 1 180 euros par action.

La Société nous a approchés mi-décembre 2024 pour nous exposer les contours de l'opération envisagée et nous demander si nous étions disposés à intervenir en qualité d'expert indépendant. De premières discussions sont intervenues nous permettant d'établir une proposition d'intervention. Le Conseil de Surveillance de la Société a désigné A2EF le 16 janvier 2025 sur recommandation du comité ad hoc constitué en son sein conformément aux conditions de l'article 261-1 III du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). La Société a formalisé sa demande dans une lettre de mission signée en date du 16 janvier 2025, jointe en annexe 1. Nous avons établi notre propre lettre de mission détaillant nos diligences et nos conditions d'intervention le 16 janvier 2025.

Notre désignation en qualité d'expert indépendant a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« RGAMF »), et en particulier des alinéas 261-1 I 1° (la Société étant déjà contrôlée, au sens de l'article L.233-3, I du Code de commerce, par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre), 261-1 I 2° (les dirigeants de Unibel ayant conclu un accord avec l'Initiateur, susceptible d'affecter leur indépendance), 261-1 I 4° (des accords connexes à l'Offre étant prévus) et 261-1 II (un retrait obligatoire étant envisagé). Notre mission (ci-après « la Mission ») consiste à porter une appréciation sur l'équité des conditions offertes aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, au regard de la valeur de la Société telle qu'elle ressort d'une analyse multicritère.

La société A2EF et l'équipe ayant réalisé la Mission sont présentées en annexe 2.

[1] A savoir, selon les termes du Pacte d'actionnaires du 16 décembre 2024 : les Sociétés Familiales (Les Cinéastes Animaliers Associes (CIANAS), la Société Civile R.F.E (RFE), la société Fiévet Frères et la Société Commerciale et Immobilière Française (SCIF)), les Concertistes Familiaux Historiques (personnes physiques de la branche familiale Fievet / Sauvin et les sociétés H.V.F., Octopus, Sequoia, SCP Marsau, Lobster Investment Company et HPFFS), les Nouveaux Concertistes (personnes physiques de la branche familiale Dufort et la société HFBBDE).

A2EF, ses associés et partenaires déclarent être indépendants au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF. Ils attestent de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu d'eux, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement dans l'exercice de la Mission.

Les travaux que nous avons réalisés au cours de la Mission sont présentés en annexe 3. Nous avons obtenu toute l'information que nous avons estimé utile pour nos travaux.

Nos travaux ont fait l'objet, dans le cadre de nos procédures qualité, d'une revue indépendante conduite par un partenaire n'ayant pas participé à la Mission.

Avant de finaliser notre rapport, nous avons obtenu de la Société une lettre confirmant qu'à sa connaissance tous les documents et informations utiles à l'accomplissement de notre mission nous avaient été communiqués. Nous avons également obtenu une lettre d'affirmation de la part de l'Initiateur et une lettre d'affirmation de Bel.

Nos travaux sont présentés ci-après selon le plan suivant :

1- Description de l'Opération
2- Analyse des accords connexes
3- Présentation de la Société et analyse de ses comptes
4- Evaluation de l'action Unibel
5- Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés dans la note d'information
6- Réponse aux courriers reçus d'actionnaires
7- Synthèse des travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes

Annexes :

- Annexe 1 : Lettre de mission reçue de la Société
- Annexe 2 : Présentation de la société A2EF et de l'équipe
- Annexe 3 : Programme de travail détaillé, personnes rencontrées, documents reçus, temps passés par l'équipe et honoraires prévus
- Annexe 4 : Travaux du contrôleur qualité : description de la mission, du rôle et des diligences effectuées, ainsi que description des garanties d'indépendance dont il bénéficie

SOMMAIRE

1.	Description de l'Opération	4
2.	Analyse des accords connexes	4
2.1	Pacte d'actionnaires	4
2.2	Pacte d'actionnaires – clauses de liquidité	5
3.	Présentation de la Société et analyse de ses comptes	6
3.1	Présentation de la Société	6
3.2	Analyse du marché et positionnement de Bel	6
3.3	Analyse des comptes sociaux de la Société et des comptes consolidés de Bel	13
4	Evaluation de l'action Unibel	21
4.1	Méthodes et paramètres d'évaluation de la Société	21
4.2	Actif net réévalué sur la base d'une évaluation multicritère de Bel	24
4.3	Référence aux transactions sur le capital d'Unibel	40
4.4	Référence au cours de bourse d'Unibel	41
5	Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés dans la note d'information	44
5.1	Analyse des méthodes écartées	44
5.2	Analyse des méthodes retenues	44
6	Réponse aux courriers reçus d'actionnaires	47
7	Synthèse des travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes	54
7.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation	54
7.2	Attestation sur le caractère équitable de l'Offre	55

1. Description de l'Opération

Les actionnaires des familles Fiévet et Sauvin[2] et de la famille Dufort[3] ont signé en date du 16 décembre 2024, un pacte d'actionnaires relatif à la Société (le « Pacte »). La signature de ce Pacte est constitutive d'une mise en concert.

La signature du Pacte met fin à l'ensemble des différends existants entre les membres du Concert, et confirme l'objectif de préserver le caractère familial du groupe, d'assurer la stabilité de son contrôle et de favoriser sa transmission aux générations futures.

Le Concert détient désormais directement et indirectement 98,52% du capital et 93,54% des droits de vote théoriques de la Société, ainsi que directement et indirectement 98,92% des droits de vote exerçables en assemblée générale.

Le Concert ayant franchi le seuil des 30% du capital et des droits de vote de la Société, cette dernière a publié un communiqué, le 16 décembre 2024, indiquant le dépôt prochain d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire, au prix de 980 euros par action.

C'est dans ce cadre que le Conseil de Surveillance de la Société nous a désigné en qualité d'expert indépendant, sur recommandation du comité ad hoc constitué en son sein.

A la suite des premiers travaux conduits par l'expert indépendant et présentés au Comité ad hoc, le Concert a déposé le 25 mars 2025, conformément aux articles 234-2 et 233-1 1° du règlement général de l'AMF, un projet d'offre publique d'achat sous la procédure simplifiée, à caractère obligatoire, qui serait suivie d'un retrait obligatoire sur l'ensemble des actions de la Société non encore détenues par le Concert, au prix de 1 180 euros par action (l'« Offre »).

Le Concert a l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, entraînant le retrait de la cote des actions Unibel.

2. Analyse des accords connexes

2.1 Pacte d'actionnaires

Le Concert familial a signé un pacte d'actionnaires en date du 16 décembre 2024 dont l'objet est notamment d'assurer la stabilité du contrôle du Groupe (la Société, Bel et l'ensemble de leurs filiales), de permettre l'expression d'une politique commune, de préserver le caractère familial du Groupe, de favoriser la transmission aux générations futures, d'organiser et d'encadrer la liquidité de la participation des parties au Pacte, au capital de la Société.

[2] Parties à un pacte d'actionnaires entré en vigueur le 19 septembre 2013 (et les sociétés qu'ils contrôlent).

[3] Stéphane Dufort, Clémentine Costet, Jean-Thierry Dufort et la société HFBBDE SA dont ils sont actionnaires.

Outre des dispositions en matière de gouvernance, le pacte d'actionnaires contient des stipulations classiques relatives au transfert de titres de l'Initiateur : une clause d'inaliénabilité pendant 2 ans (sauf titres faisant l'objet d'une promesse d'achat, comme précisé au paragraphe 2.2 ci-dessous), une clause d'agrément, un droit de préemption au bénéfice du groupe familial majoritaire, un droit de sortie conjointe au bénéfice des actionnaires familiaux minoritaires et une obligation de sortie forcée au bénéfice du groupe familial majoritaire, qui n'appellent pas de commentaire particulier.

Sont également prévus la signature d'un engagement collectif de conservation entre les parties, au sens des dispositions du Pacte Dutreil (signé le 16 décembre 2024), ainsi que le dépôt auprès de l'AMF, d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire dans des conditions telles que l'Offre soit déclarée conforme par l'AMF.

2.2 Pacte d'actionnaires – clauses de liquidité

Sous réserve que l'Offre soit déclarée conforme par l'AMF et que la décision de conformité ait été purgée de tout recours, le groupe familial majoritaire[4] s'engage à conclure avec Stéphane Dufort, Clémentine Dufort épouse Costet, et Jean-Thierry Dufort des promesses unilatérales d'achat portant sur l'intégralité des titres de la société détenus par ces derniers (30 000 titres au total, soit 1,3% du capital), à un prix par action strictement égal au prix de l'Offre. Cette promesse serait exerçable pendant un délai de quinze jours ouvrables à compter de la date de mise en œuvre du retrait obligatoire.

Cette promesse exerçable pendant un délai court au prix d'Offre n'est pas susceptible de remettre en cause l'équité du prix d'Offre.

Nous avons étudié les autres dispositions du Pacte et nous sommes assurés qu'elles ne contenaient aucune clause ou mécanisme pouvant s'apparenter à un complément de prix ou susceptibles de remettre en cause l'équité du prix de l'Offre.

Nous observons que, afin de préserver le caractère familial de la détention des Parties, le Pacte prévoit :

- un droit d'acquisition des titres détenus par un nouveau concertiste personne morale, au bénéfice des concertistes historiques, en cas de changement de l'actionnariat dudit nouveau concertiste personne morale au profit de tiers. La promesse unilatérale de vente consentie dans ce contexte par le nouveau concertiste pourra être exercée par le bénéficiaire moyennant un prix égal à la valeur vénale déterminé par un tiers expert conformément aux dispositions de l'article 1592 du Code civil ;
- ainsi qu'une mécanique optionnelle d'achat au bénéfice des autres parties en cas de transfert à des membres extérieurs à la famille résultant du décès d'un nouveau concertiste. Le prix d'exercice de l'option d'achat ainsi consentie aux autres parties est égal à la valeur vénale, le cas échéant déterminée par un tiers expert en cas de désaccord.

[4] Au travers de l'une de leurs sociétés familiales.

A l'issue de nos diligences, nous pouvons conclure que les dispositions du Pacte ne contiennent aucune clause pouvant s'apparenter à un mécanisme de prix garanti ou de complément de prix, ni de clause susceptible de remettre en cause le caractère équitable des conditions de l'Offre.

3. Présentation de la Société et analyse de ses comptes

3.1 Présentation de la Société

Unibel est une entreprise familiale pilotée par la cinquième génération de dirigeants familiaux, cotée sur Euronext Paris. La Société est la holding animatrice du Groupe BEL, qu'elle détient à 94,6% hors autocontrôle.

Le Groupe Bel (présenté au paragraphe 3.2 ci-après) est un acteur majeur dans l'industrie agroalimentaire, spécialisé dans la production et la commercialisation de produits laitiers, notamment des fromages, mais aussi dans le snacking sain à base de fruits. La société BEL a été cotée sur Euronext Paris, jusqu'au retrait obligatoire intervenu sur ses titres aux termes d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (OPR-RO) déposée par la Société en décembre 2021.

Le Groupe BEL est le principal actif de la Société. Outre cette participation, Unibel détient également un portefeuille d'actifs financiers.

La Société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 3 739 M€ en 2024, en croissance de 2,6% par rapport à 2023, et un résultat opérationnel courant de 248,8 M€. La marge de résultat opérationnel courant (ROC) s'est ainsi établie à 6,7% du chiffre d'affaires (stable par rapport à 2023). Sa filiale, Bel, établit également des comptes consolidés qui affichent en 2024 un chiffre d'affaires similaire de 3 739 M€, en croissance de 2,6%, et un résultat opérationnel courant (ROC) de 254,4 M€, soit une marge de ROC de 6,8% (vs. 6,9% en 2023).

3.2 Analyse du marché et positionnement de Bel

L'essentiel de la valeur d'Unibel repose sur celle de sa participation dans le groupe Bel. L'étude ci-après se concentre ainsi sur le marché des produits laitiers et de snacking.

L'industrie laitière française est un poids lourd de l'agroalimentaire. Selon l'étude Xerfi « La fabrication de produits laitiers » datée de mars 2024 et mise à jour en janvier 2025, cette industrie génère un chiffre d'affaires d'environ 40 milliards d'euros chaque année, ce qui représente plus de 20% du secteur agroalimentaire.

L'essentiel du chiffre d'affaires (plus de 90%) consiste en la vente de produits finis (lait, beurre, crème, fromage et desserts lactés), le reste étant constitué de vente de produits intermédiaires à l'industrie agroalimentaire (poudre de lait, lactosérum, caséine). Le fromage représente une partie significative de la production en valeur (environ 40%, les fromages fondus représentant 6 à 7% de la catégorie Fromages).

L'industrie est dominée (75% du marché) par :

- quelques grands groupes privés : Lactalis, le plus grand producteur de produits laitiers au monde avec un portefeuille varié incluant les fromages, le lait et les yaourts, Danone, spécialisé dans les produits laitiers frais, les eaux minérales et la nutrition spécialisée (acteur significatif dans les produits sains et alternatifs), ainsi que les groupes Bel et Savencia ;
- et des coopératives laitières (Sodiaal, Agrial, Laïta, Les Maîtres Laitiers du Cotentin).

Il existe également de nombreuses marques distributeurs (MDD), alternatives moins chères proposées par les grandes chaînes de distribution. Des acteurs internationaux sont également présents sur le marché des collations, y compris les fromages (par exemple, Mondelēz International avec la marque Philadelphia).

Le chiffre d'affaires de produits laitiers qui a connu une inflation significative entre 2021 et 2023 (+25% selon l'étude Xerfi précitée), a légèrement augmenté en 2024 (les prix ont augmenté de +1%, mais le *« chiffre d'affaires des industriels n'a été que de 0,5% sur le dernier exercice, à cause notamment d'un effet-mix défavorable », « les Français se tournent davantage vers les marques les moins onéreuses, notamment les marques de distributeurs, moins valorisées »* selon Xerfi).

Le chiffre d'affaires devrait progresser en 2025 selon l'étude Xerfi, sous l'effet d'*« une demande bien orientée qui soutiendra la production en volume (+1%), les revalorisations tarifaires seront plus marquées. En effet, plusieurs acteurs se sont engagés à revaloriser le prix payé aux producteurs de lait en 2024 et ces hausses se répercuteront sur leurs tarifs, qui devraient augmenter de 2% selon nos estimations.* » (Etude Xerfi précitée).

La capacité des fabricants de produits laitiers à revaloriser leurs tarifs dépend en grande partie des relations qu'ils entretiennent avec leurs clients (grandes et moyennes surfaces alimentaires, industriels de l'agroalimentaire, restaurateurs, etc.) et leurs fournisseurs (éleveurs). Il semble que les négociations commerciales de début d'année 2025 aient été tendues avec les grandes et moyennes surfaces (GMS) et que la progression des prix risque d'être plus modérée que ce qui était attendu[5].

L'industrie est confrontée à des défis majeurs :

- Baisse de la consommation de beurre et de lait avec un changement des habitudes alimentaires au profit d'une consommation de laits végétaux ;
- Concurrence étrangère : montée en puissance des fromages italiens et des desserts ultra-frais d'Europe du Nord ;
- Baisse de la production : après une baisse de -2,3% en 2023, une nouvelle contraction de -1,5% est attendue en raison de la baisse de consommation et de la concurrence étrangère ;

[5] Le comité ad hoc de la Société nous a ainsi indiqué : « l'environnement de la société s'est significativement dégradé ces six derniers mois. En particulier, les négociations distributeurs qui s'achèvent ont été beaucoup plus difficiles que prévu et ne permettront pas d'absorber la hausse des coûts sur certains marchés clefs comme la France, rendant le budget 2025 d'ores et déjà hors d'atteinte ».

- Stagnation des prix déjà citée : après une forte inflation en 2022 et 2023, la capacité des industriels du secteur à répercuter la hausse de leurs coûts sur les prix s'avère difficile ;
- Problèmes d'approvisionnement : le lait représente plus de la moitié des matières premières entrant dans la composition des produits fabriqués par Bel. Or, le cheptel de vaches laitières est en nette diminution en France, en raison d'un manque de relève chez les éleveurs et de difficultés logistiques ;
- Contraintes environnementales croissantes (et assumées).

Toutefois, les industriels s'adaptent avec des innovations produits, un développement de l'export, et des initiatives écologiques pour maintenir leur compétitivité. En termes d'innovation, les acteurs développent des produits alternatifs comme les yaourts hyper-protéinés ou les boissons végétales (Danone investit 43 M€ dans une usine dédiée au lait d'avoine, Bel a lancé une gamme végétale : Nurishh).

Les grands acteurs sont très présents à l'international (Amérique du Nord notamment) et cherchent à développer de nouveaux marchés (Asie, Moyen-Orient, Afrique du Nord).

Positionnement de Bel dans ce marché :

Bel fabrique et commercialise des produits en portions individuelles sur trois territoires complémentaires : le laitier, le fruitier et le végétal.

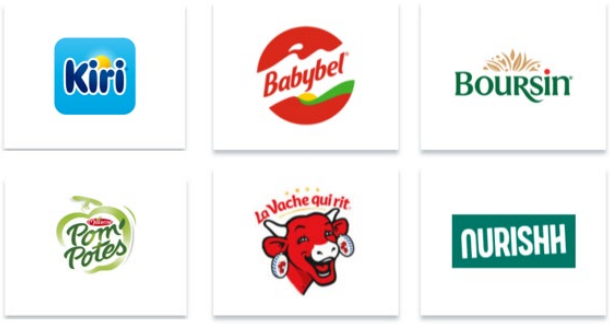
Depuis l'acquisition de Mont Blanc Materne (MOM) en 2016, Bel s'est en effet diversifié en intégrant, au-delà des produits laitiers (catégorie mature), les produits de snacking sain, dont notamment les gourdes de fruits, fer de lance des nouvelles catégories.

Le développement de la gourde de fruits s'inscrit dans la croissance du marché du snacking sain qui s'adresse à toutes les catégories de la population, du nourrisson à l'adulte en passant par l'alimentation des sportifs. Outre la forme de gourde, les produits de snacking sain se trouvent également sous forme de barre de céréales, de yaourts ou de boissons.

Ce marché a connu une forte croissance notamment en France et aux Etats-Unis, qui a attiré de nouveaux concurrents et le développement de marques distributeurs. Selon Global Market insight ce marché représente 101,3 Md$ en 2024 et devrait être en croissance au cours des prochaines années.

Fort de ces deux axes stratégiques, les produits laitiers (qui représentent encore les trois-quarts du chiffre d'affaires) et les produits à base de fruits, Bel développe des produits végétaux pour poursuivre son développement dans l'univers du snacking sain.

Bel dispose aujourd'hui d'un portefeuille de 6 marques emblématiques internationales (les marques « Cœur ») : La Vache qui rit®, Kiri®, Mini Babybel®, Boursin®, Pom'Potes® (GoGo squeeZ® aux Etats-Unis) et Nurishh.



Le groupe développe par ailleurs une trentaine de marques locales :

Avec près de 11 000 collaborateurs, le groupe BEL commercialise ses produits dans 130 pays. Les capacités industrielles du groupe sont déployées sur 30 sites de production en France, aux Etats-Unis, en Espagne, en Pologne, au Portugal, en Europe de l'Est, au Moyen-Orient et en Inde.

Aspects environnementaux

En matière d'environnement, les différents acteurs se sont engagés à réduire de manière significative leur empreinte carbone d'ici 2030[6]. Ils se sont également engagés dans l'accompagnement de la filière amont en proposant une prime sur le prix d'achat du lait destinée à encourager les éleveurs à adopter des pratiques durables. Ils annoncent également tous des efforts en matière de consommation d'eau, qui est un enjeu majeur.

Bel est très engagé dans la promotion d'une alimentation saine, durable et inclusive, en s'appuyant sur un modèle d'entreprise combinant responsabilité et rentabilité.

[6] Par exemple, Savencia : -27,5% entre 2019 et 2030 sur les scopes 1 et 2 en valeur absolue, et -22,5% par tonne de produits pour le scope 3 ; Sodiaal : -30% de son empreinte carbone en valeur absolue entre 2019 et 2030 et -20% des émissions CO_2 par litre de lait produit par les éleveurs adhérents d'ici 2030 ; Danone : -34,7% entre 2020 et 2030 sur scopes 1, 2 et 3 ; Lactalis : -46,2% entre 2019 et 2030 sur les scopes 1 et 2, -30% sur une partie du scope 3 ...

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

Bel a rejoint le Pacte mondial des Nations unies en 2003 et a structuré sa démarche en plaçant la responsabilité sociétale d'entreprise et la création de la valeur partagée dans son modèle d'affaires.

Bel a adopté le statut d'entreprise à mission en mai 2024, pour réaffirmer et inscrire sa raison d'être dans ses statuts[7], et a mis en place des objectifs sociaux et environnementaux, dans la lignée de son engagement envers une alimentation plus saine et durable pour tous. Bel a reçu en juin 2024, la médaille de platine EcoVadis 2023 avec un score de 81/100 pour ses performances RSE.

En 2023, Bel a réalisé, en anticipation de la CSRD, une analyse de double matérialité, en identifiant les impacts positifs et négatifs, ainsi que les risques et opportunités associés à son modèle d'affaire et à sa raison d'être (cf. note 7). L'analyse de double matérialité a confirmé les leviers d'action prioritaires suivants :

- contribuer à une alimentation plus saine et plus durable ;
- préserver la planète ;
- promouvoir une agriculture durable et régénératrice ;
- concevoir des portions durables ;
- renforcer l'accessibilité des produits.

Le défi que se fixe Bel est de promouvoir une alimentation saine et durable sans mettre en danger la rentabilité du modèle d'affaires. Ce défi suppose que Bel accompagne ses fournisseurs et notamment l'amont laitier (collecte annuelle de plus d'un milliard de litres de lait auprès de 1 169 producteurs), qui est une filière à fort impact sur les ressources naturelles et le changement climatique. Bel s'est fixé pour objectif de s'approvisionner à 100% en lait et pommes produits selon les principes de l'agriculture régénératrice d'ici 2030.

Bel travaille également à réduire ses émissions de gaz à effets de serre avec un objectif de neutralité carbone de ses sites de production en 2025, avec la modernisation de ses installations, et de l'ensemble de sa chaîne de valeur à horizon 2050, via l'accompagnement des éleveurs (prime sur le prix d'achat du lait, incitation au recours à un additif alimentaire, le bovaer, qui réduit les émissions de méthane des vaches laitières) et via des projets de séquestration carbone.

Des accords innovants sont recherchés avec les fournisseurs (hors lait et pommes) et les clients (y compris GMS) en vue de réduire l'empreinte environnementale du groupe.

[7] Raison d'être : « *En donnant accès à une alimentation plus saine et plus durable pour tous, Bel œuvre au développement d'un modèle alimentaire respectueux des ressources naturelles de la planète, qui bénéficie à l'ensemble de son écosystème et qui lui permette ainsi d'agir pour les générations d'aujourd'hui et celles de demain.* »

La migration progressive vers le segment du fruit et du végétal, dont les impacts sont 4 à 10 fois moindres que le lait, devrait également permettre à plus long-terme de faciliter l'atteinte des objectifs environnementaux.

Ces différents engagements se traduisent par des investissements et des dépenses spécifiques qui font régulièrement l'objet de présentation en conseil d'administration.

Aujourd'hui, les 5 axes de développement stratégiques du groupe sont les suivants :

- Renforcer les axes de croissance sur les nouvelles catégories, les géographies porteuses (Amérique du Nord, Chine et Inde) et les canaux de distribution en particulier l'e-commerce et le hors domicile ;
- Restaurer la profitabilité des catégories matures (Fromages) ;
- Développer, par des partenariats ou des acquisitions, la présence internationale ;
- Continuer de faire de la responsabilité sociale de l'entreprise, un avantage compétitif en devenant une référence du snacking sain et en réduisant l'empreinte environnementale ;
- Poursuivre les politiques de recherche et d'innovation pour trouver de nouveaux relais de croissance.

Nous présentons ci-après une analyse SWOT de l'activité de Bel :

FORCES	FAIBLESSES
• Portefeuille de marques bénéficiant d'une notoriété mondiale, par exemple : La Vache qui rit, Mini Babybel, Kiri, Boursin, Pom'Potes ou GoGo squeeZ. • Distribution dans plus de 120 pays, avec des implantations stratégiques en Europe, Amérique, Afrique et Asie. • Plus de 150 ans d'expérience dans l'industrie fromagère, renforçant la crédibilité et le savoir-faire. • Innovation continue pour répondre aux évolutions des préférences des consommateurs. • Initiatives ambitieuses pour réduire l'empreinte carbone, promouvoir des emballages durables et soutenir une agriculture responsable. • Gouvernance stable et vision à long terme grâce à la structure Unibel.	• Forte dépendance aux produits laitiers, malgré une diversification progressive. • Vulnérabilité aux fluctuations des prix du lait et d'autres intrants agricoles. • Forte compétition avec des géants comme Lactalis, Danone, Nestlé ou Mondelēz, notamment sur les marchés internationaux. • Complexité logistique générée par une distribution mondiale. • Marges sous pression avec l'augmentation des coûts des matières premières et des initiatives durables. • Structure logistique du Groupe qui l'expose aux tarifs douaniers en Chine et aux US.
OPPORTUNITES	**MENACES**
• Développement de produits spécifiques pour les segments santé et bien-être (enfants, seniors) et expansion dans les alternatives végétales. • Renforcement de la présence en Asie et en Afrique, où la consommation de produits laitiers croît. • Utilisation du e-commerce et des plateformes numériques pour atteindre directement les consommateurs. • Collaboration avec startups ou acteurs locaux pour accélérer l'innovation et la pénétration des marchés. • Réponse aux attentes des consommateurs pour des produits écoresponsables, renforçant la fidélité et la différenciation.	• Évolution des habitudes alimentaires avec une réduction de la consommation de produits laitiers au profit des alternatives végétales. • Cadres législatifs de plus en plus contraignants sur l'environnement, les étiquetages ou la publicité. • Perturbations des chaînes d'approvisionnement agricoles dues aux aléas climatiques. • Augmentation du pouvoir des grandes enseignes qui exigent des prix plus compétitifs. • Concurrence des MDD qui offrent des alternatives moins chères, affectant les parts de marché de Bel.

3.3 Analyse des comptes sociaux de la Société et des comptes consolidés de Bel

La Société établit des comptes consolidés selon le référentiel IFRS et clôture ses comptes au 31 décembre de chaque année.

Il doit être noté que Bel établit également des comptes consolidés selon le référentiel IFRS au 31 décembre de chaque année, très proches de ceux d'Unibel, les actifs propres d'Unibel étant peu significatifs.

Pour une plus grande clarté, et compte tenu du fait que la méthode d'évaluation retenue à titre principal est un actif net réévalué d'Unibel, nous présenterons dans un premier temp les comptes sociaux d'Unibel et, dans un deuxième temps, les comptes consolidés de Bel.

3.3.1 Comptes sociaux d'Unibel sur 3 ans

Bilan

M€	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Immobilisations corporelles	0,1	0,1	0,0
Participations	310,0	318,1	324,6
Prêts	0,3	0,7	2,5
Actions propres	6,6	6,6	6,6
Autres titres immobilisés	66,2	66,2	62,6
Autres créances immobilisées			0,5
Actifs immobilisés	**383,3**	**391,7**	**396,9**
Stocks			
Créances clients et divers	1,1	2,3	1,0
Autres créances	0,3	4,0	18,2
Dettes fournisseurs (hors immo)	(0,2)	(0,4)	(1,7)
Dettes fiscales et sociales	(7,9)	(6,2)	(2,0)
Autres dettes	(2,2)	(4,2)	(15,1)
Dettes sur immobilisations	(13,4)	(9,4)	(8,5)
BFR	**(22,4)**	**(14,0)**	**(8,1)**
Provisions R&C	(0,7)	(0,8)	(0,7)
Autres éléments (dérivés)			(0,1)
Compte courant avec BEL	18,1	46,4	50,5
Emprunts et dettes financières	(184,9)	(154,8)	(123,7)
Disponibilités	0,2	0,2	0,4
Endettement net	**(166,6)**	**(108,2)**	**(72,8)**
CAPITAUX PROPRES	**193,6**	**268,7**	**315,2**

Les actifs immobilisés concernent essentiellement les titres de participation pour 324,6 M€, dont 306,5 M€ de titres Bel et 16,6 M€ dans des filiales détenues à plus de 15%, et les autres titres immobilisés pour 62,6 M€ à travers des fonds d'investissements ou des OPVCM cotés sur le marché.

Parmi les autres actifs immobilisés figurent des prêts pour 2,5 M€ (relatifs aux autres participations, hors Bel) et les actions auto détenues par Unibel pour 6,6 M€.

L'actif immobilisé est relativement stable sur la période.

Les autres créances et autres dettes apparaissant au bilan à compter de 2024 concernent des comptes courants en lien avec l'intégration fiscale qui se situe désormais au niveau d'Unibel, et des créances d'impôt sur les sociétés.

L'endettement financier net s'élève à 72,8 M€ à fin 2024, comprenant un compte courant actif avec Bel de 50,5 M€. Il a baissé de plus de 50% par rapport à fin 2022.

Les capitaux propres d'Unibel s'établissent à 315,2 M€ au 31 décembre 2024, en croissance soutenue du fait des résultats réalisés, constitués essentiellement des dividendes reçus de Bel sur la période.

Compte de résultat

M€	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Chiffre d'affaires	**2,7**	**2,8**	**3,5**
Autres produits d'exploitation	0,3	0,4	0,9
Autres achats et charges externes	(2,8)	(4,3)	(4,7)
Impôts et taxes	(0,7)	(0,6)	(0,3)
Charges de personnel	(7,4)	(4,5)	(4,2)
Dépréciations et provisions	(0,2)	(0,1)	(0,1)
Autres charges d'exploitation	(0,6)	(0,5)	(0,8)
EBITDA	**(8,7)**	**(6,8)**	**(5,6)**
Dotations aux amortissements		(0,0)	(0,0)
RESULTAT D'EXPLOITATION	**(8,7)**	**(6,8)**	**(5,6)**
Résultat financier	15,1	91,7	52,7
dont dividendes versés par BEL	*25,4*	*95,4*	*52,5*
Résultat exceptionnel	(0,7)	(2,4)	4,5
IS	0,1	16,3	15,2
RESULTAT NET	**5,8**	**98,7**	**66,7**

Le chiffre d'affaires d'Unibel est constitué des management fees refacturés à Bel pour 3,5 M€ en 2024.

Les charges d'exploitation sont constituées pour l'essentiel d'honoraires et de charges de personnel.

Le résultat d'exploitation s'élève à -5,6 M€ en 2024, contre -6,8 M€ en 2023.

Après prise en compte du résultat financier, essentiellement constitué des dividendes reçus de la part de Bel pour 52,5 M€ (contre 95,4 M€ en 2023), du résultat exceptionnel et de l'impôt, le résultat net s'élève à 66,7 M€ en 2024, contre 98,7 M€ en 2023.

Sur l'exercice, la Société a distribué le 16 mai 2024 un dividende de 9 € par action, représentant 20,9 M€ (24,4 M€ en 2023 représentant un dividende de 10,50 € par action).

Il doit être noté que les capitaux propres consolidés d'Unibel s'établissent à 1 266 M€ au 31 décembre 2024 et son résultat consolidé part du groupe à 66,8M€.

3.3.2 Comptes consolidés de Bel

Performances historiques

Le compte de résultat consolidé simplifié des quatre derniers exercices est présenté ci-après :

M€	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Chiffre d'affaires	**3 379,0**	**3 595,3**	**3 644,9**	**3 738,9**
Croissance		*6,4%*	*1,4%*	*2,6%*
Marge brute	**920,6**	**877,1**	**972,7**	**1 045,9**
Marge	*27,2%*	*24,4%*	*26,7%*	*28,0%*
Frais commerciaux et de distribution	(411,9)	(379,3)	(390,1)	(436,7)
Frais de recherche et développement	(29,0)	(29,4)	(30,5)	(33,5)
Frais généraux et administratif	(262,0)	(282,4)	(300,6)	(320,4)
Autres charges et produits opérationnels	5,3	0,9	(1,0)	(0,9)
Résultat opérationnel courant avant MEQ (ROC)	**223,0**	**186,9**	**250,5**	**254,4**
Quote part du résultat net des MEQ	0,0	0,0	0,2	(1,1)
Résultat opérationnel courant après MEQ (ROC)	**223,0**	**186,9**	**250,7**	**253,3**
Marge	*6,6%*	*5,2%*	*6,9%*	*6,8%*
Autres charges et produits non courants	406,4	(22,6)	(38,1)	(75,5)
Résultat opérationnel (RO)	**629,4**	**164,3**	**212,5**	**177,9**
Marge	*18,6%*	*4,6%*	*5,8%*	*4,8%*
Coût de l'endettement financier net	(22,2)	(26,2)	(45,4)	(56,1)
Autres produits et charges financiers	(11,9)	2,4	(2,7)	5,8
Quote part du résultat net des MEQ	0,0	0,2	0,4	0,0
Charge d'impôt	(65,1)	(47,9)	(93,9)	(72,6)
RESULTAT NET	**530,1**	**92,8**	**71,0**	**54,9**
Intérêts minoritaires	(5,6)	3,3	(1,8)	(1,9)
RESULTAT NET - Part du groupe	**524,5**	**96,1**	**69,2**	**53,0**

Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 3 738,9 M€ en 2024, en croissance de 2,6% par rapport à 2023 (+3,4% en croissance organique, c'est-à-dire hors effets de change).

Les revenus du Groupe se décomposent de la façon suivante sur l'exercice 2024 :

- 2 649,2 M€ pour les Catégories Matures (71% du chiffre d'affaires total), en croissance de 2,3% par rapport à 2023 (3,4% en croissance organique), principalement portée par la croissance soutenue en Amérique du Nord des marques Mini Babybel® et Boursin®, et en Europe, dans une moindre mesure, avec les marques Mini Babybel® et La Vache Qui rit®. La région Afrique du Nord et Moyen-Orient affiche une performance contrastée avec une bonne dynamique des marques cœur et particulièrement Kiri dans les pays GCC (Conseil de Coopération du Golfe) malgré un contexte géopolitique qui demeure très volatil et des difficultés sur les marchés d'Afrique du Nord en raison d'un environnement économique dégradé.

- 1 089,7 M€ pour les nouvelles catégories (29% du chiffre d'affaires total), comprenant les activités des entités ex-MOM (Materne North America, Materne Canada, Materne, Mont-Blanc) ainsi que les marchés d'Afrique Sub-saharienne et la Chine, en croissance de 3,4% par rapport à 2023 (3,7% en croissance organique) notamment portée par l'activité Fruit et par la Chine (avec Kiri®). A noter que l'activité Fruits a vu sa croissance ralentir en 2024 en particulier aux Etats-Unis notamment en raison du développement des marques distributeurs et d'un niveau de prix trop élevé par rapport à la concurrence.

L'activité Fruit représente aujourd'hui près de 25% du chiffre d'affaires.

La répartition géographique du chiffre d'affaires sur l'exercice 2024 se décompose de la façon suivante :

- 1 656,2 M€ en Europe, en croissance de 3,8% par rapport à 2023. Ce segment géographique représente 44% du chiffre d'affaires total (dont la moitié est réalisée en France avec une croissance de 1,8%) ;
- 1 474,5 M€ sur le continent américain et asiatique, en croissance de 4,7% par rapport à 2023. Il représente 39% du chiffre d'affaires total (dont 71% aux Etats-Unis et près de 12% au Canada qui réalisent respectivement une croissance de 5,1% et –1,7%) ;
- 608,2 M€ au Moyen Orient et en Grande Afrique, en décroissance de 5% par rapport à 2023. Il représente 16% du chiffre d'affaires total (dont 32% au Maroc qui réalise une croissance de 3,7%).

La marge brute progresse pour s'établir à 28% en 2024, contre 26,7% en 2023, notamment en raison d'une amélioration de la productivité, d'une augmentation des volumes et d'une baisse des coûts des matières premières et des emballages.

Les frais commerciaux et de distribution augmentent de près de 12% par rapport à 2023, notamment aux Etats-Unis et en Asie. Ils comprennent principalement les dépenses de marketing, les coûts de promotion des produits auprès des consommateurs, les coûts de personnel directement dédiés à la vente des produits et leur encadrement, les équipes marketing et logistique.

Les frais de recherche et développement, en augmentation de près de 10% par rapport à 2023, sont en général constatés en charges.

Les frais généraux et administratifs progressent de 6,6% par rapport à 2023, notamment en raison de l'augmentation des charges de personnel et de l'accélération des projets informatiques.

La marge de résultat opérationnel courant s'établit à environ 6,8%, en légère baisse par rapport à 2023 (6,9%), et en augmentation par rapport à 2021 et 2022 (respectivement 6,6% et 5,2%). La croissance moins importante que prévu des activités liées aux nouvelles catégories - notamment aux Etats-Unis où la marque GoGo squeeZ a rompu avec ses taux de croissance antérieurs - a fortement pesé sur le résultat opérationnel courant de l'activité fruit (-324 points de base). Cette baisse a été compensée par une hausse du résultat opérationnel courant des activités matures.

Après prise en compte des charges non courantes relatives notamment à des coûts de réorganisation (39,1 M€ incluant 30,9 M€ de coûts de restructuration de l'outil industriel aux Etats-Unis) et à des dépréciations d'actifs (34,2 M€, dont notamment All in Foods), le résultat opérationnel s'établit à 177,9 M€ représentant 4,8% du chiffre d'affaires en 2024 contre 5,8% en 2023 et 4,6% en 2022. A noter que le résultat opérationnel 2021 prend en compte la plus-value de cession des entités Royal Safilait, Bel Leerdammer NL, Bel Italia, Bel Deutschland, ainsi que Bel Shostka Ukraine pour 466,1 M€. Retraité de cette plus-value, le résultat opérationnel s'élève à 4,8% du chiffre d'affaires en 2021.

Le coût de l'endettement financier net s'établit à 56,1 M€ en 2024, contre 45,4 M€ en 2023. Cette augmentation s'explique notamment par les charges financières sur les nouveaux financements obligataires de décembre 2023 et avril 2024.

Le résultat net part du groupe s'élève à 53 M€, contre 69,2 M€ en 2023 et 96,1 M€ en 2022 (le résultat 2021 prend en compte la plus-value mentionnée ci-dessus au niveau du résultat opérationnel).

Structure bilantielle

Le bilan consolidé simplifié de la société Bel est présenté ci-après :

M€	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Ecarts d'acquisition	818,1	849,0	820,6	807,1
Immobilisations incorporelles	548,5	590,8	588,9	619,5
Immobilisations corporelles	977,5	1 011,3	1 019,1	1 054,9
Immobilisations financières	258,5	322,9	325,5	314,5
Actifs immobilisés	**2 602,6**	**2 774,0**	**2 754,1**	**2 796,1**
Stocks	337,9	439,3	437,5	435,0
Créances clients et divers	395,4	317,1	319,3	363,5
Autres actifs courants	36,6	26,0	20,6	31,3
Dettes fournisseurs et autres dettes	(603,2)	(737,6)	(702,5)	(740,1)
Autres dettes	(105,8)	(105,7)	(116,5)	(106,5)
BFR	**60,9**	**(60,9)**	**(41,6)**	**(16,8)**
Provisions R&C	(9,7)	(9,2)	(10,9)	(23,2)
Impôt différés	(271,0)	(282,8)	(290,7)	(287,1)
Dette de location financement	(97,8)	(78,9)	(77,7)	(91,8)
Autres éléments	(53,4)	(81,4)	(71,0)	(75,6)
Emprunts et dettes financières	(1 044,6)	(1 268,8)	(1 378,4)	(1 289,2)
Disponibilités	494,6	600,5	641,7	510,4
Endettement net	**(550,0)**	**(668,3)**	**(736,7)**	**(778,8)**
CAPITAUX PROPRES	**1 681,6**	**1 592,4**	**1 525,5**	**1 522,8**
Participations ne donnant pas le contrôle	(58,3)	(44,7)	(38,5)	(38,1)
CAPITAUX PROPRES - Part du groupe	**1 623,3**	**1 547,7**	**1 487,0**	**1 484,7**

Au 31 décembre 2024, les écarts d'acquisition proviennent notamment des différentes acquisitions réalisées par la société, telle que Boursin® (340,1 M€), de MOM (384 M€) et de la société Shandong Junjun Cheese (64,3 M€).

Les immobilisations incorporelles sont essentiellement composées des marques (495 M€), dont celles liées aux acquisitions de Boursin (92 M€) et de MOM (361,1 M€), de logiciels (81,7 M€) et de brevets (13 M€). Les investissements de l'année correspondent notamment à des projets informatiques et à des projets de séquestration carbone.

Les immobilisations corporelles (hors actifs de droits d'usage pour 87,3 M€) correspondent principalement à des installations (547,7 M€) et à des constructions (254,2 M€).

Les immobilisations financières sont composées principalement d'investissements financiers pour 217,7 M€ à fin 2024 (dont 192,4 M€ de titres Unibel détenus par la filiale Sofico), d'une participation mise en équivalence dans la JV indienne Britannia Bel Foods Private Limited (52,4 M€), d'autres investissements financiers (16,5 M€), d'autres actifs financiers (15,9 M€, dont un compte courant de 4,9 M€) et de prêts et avances (12 M€).

Le besoin en fonds de roulement s'élève à -16,8 M€ à fin 2024 contre -41,6 M€ à fin 2023. Depuis le premier semestre 2022, le Groupe a mis en place un programme déconsolidant de ses créances commerciales. Le montant total des créances cédées représente 191,9 M€ au 31 décembre 2024, comparé à 181,2 M€ au 31 décembre 2023. En ajoutant aux créances le montant titrisé (la titrisation constituant un instrument de financement), le besoin en fonds de roulement s'élève à 175,1 M€ à fin 2024 contre 140 M€ à fin 2023, représentant respectivement 4,7% et 3,8% du chiffre d'affaires. Le BFR opérationnel (Clients, Stocks et Fournisseurs) s'établit à 6,7% du chiffre d'affaires.

Les autres éléments correspondent à :

- des provisions pour risques et charges pour 23,2 M€ à fin 2024, concernant principalement des restructurations (12 M€), notamment liées à la fermeture de l'usine américaine de Leitchfield, des litiges et des redressements URSSAF ;
- des impôts différés pour 287,1 M€ à fin 2024. Le Groupe bénéficie à fin 2024 de déficits fiscaux, dont 4,3 M€ sont activés et 50,7 M€ sont non activés (dont 47,4 M€ concernant Bel SA et Newton Holding SAS) ;
- des dettes de location financement selon la norme IFRS 16 pour 91,8 M€ à fin 2024 ;
- des instruments dérivés pour 11,6 M€ à fin 2024 ;
- d'autres passifs pour 64 M€ à fin 2024, incluant notamment des subventions d'investissements pour 21,1 M€ et des couvertures de taux pour 26,3 M€.

L'endettement financier net de la société Bel s'élève à 778,8 M€ au 31 décembre 2024 (hors couverture de taux, hors dettes de locations et hors compte courant actif) contre 736,7 M€ au 31 décembre 2023 et 668,3 M€ à fin 2022. En avril 2024, la société a émis un emprunt obligataire d'un montant de 350 M€ (maturité 2029) et a procédé au remboursement de son emprunt obligataire coté sur Euronext de 301,8 M€ (échéance avril 2024). Elle a aussi procédé au remboursement anticipé du financement au format Schuldschein pour 120 M$ en juin 2024 et pour 28 M€ en décembre 2024. La dette financière intègre par ailleurs un compte-courant passif concernant Unibel pour un montant de 50,5 M€ au 31 décembre 2024 (46,4 M€ à fin 2023).

Les capitaux propres part du groupe s'élèvent à 1 484,7 M€ au 31 décembre 2024 en baisse par rapport aux années précédentes (1 487 M€ à fin 2023, 1 548 M€ à fin 2022 et 1 623 à fin 2021).

Sur l'exercice, le Groupe a distribué le 16 mai 2024 un dividende de 10,50 € par action, représentant 55,5 M€ (en 2023, avaient été versés un dividende de 10,50 € par action ainsi qu'un dividende exceptionnel 8,60 € par action, soit un montant total de 99,6 M€).

3.3.3 Capital et actionnariat d'Unibel

Capital

Le capital de la Société est composé au 31 décembre 2024 de 2 323 572 actions de 0,75 euro de valeur nominale. La Société détient 32 302 de ses propres actions à cette date. Il n'existe aucun instrument dilutif.

Actionnariat

Au 31 décembre 2024, la répartition du capital et des droits de vote d'Unibel était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote	%
CGFF	*671 343*	*28,89%*	*1 342 686*	*33,76%*
RFE	*574 751*	*24,74%*	*1 149 502*	*28,90%*
CIANAS	*240 001*	*10,33%*	*480 002*	*12,07%*
Personnes physiques	*150 280*	*6,47%*	*300 560*	*7,56%*
HFBBDE	171 634	*7,39%*	343 268	*8,63%*
Octopus	*163 246*	*7,03%*	*163 246*	*4,10%*
Sofico	*196 350*	*8,45%*	*0*	*0,00%*
Autres sociétés	89 193	*3,84%*	155 345	*3,91%*
Actions auto-détenues	32 302	1,39%	0	0,00%
Membres du concert	**2 289 100**	**98,52%**	**3 934 609**	**98,92%**
Flottant	34 472	1,48%	43 018	1,08%
Total	**2 323 572**	**100%**	**3 977 627**	**100%**

Sofico est une filiale à 100% de Bel qui détient 8,45% du capital d'Unibel. Nous avons valorisé cette boucle d'autocontrôle par itération successive des valeurs de fonds propres de Bel et d'Unibel.

3.3.4 Capital et actionnariat de Bel

Capital

Le capital de la société Bel est composé au 31 décembre 2024 de 80 125 063 actions de 0,10 euro de valeur nominale. La société détient 826 238 de ses propres actions à cette date.

Nous rappelons que par décision du Conseil d'Administration du 27 mai 2024, la valeur nominale des actions de Bel a été divisée par 15 avec pour contrepartie une multiplication du nombre d'actions par 15.

Le Groupe Bel a lancé en 2024 son premier programme d'actionnariat salarié « We Share » dont l'objectif est de partager la valeur créée avec l'ensemble des collaborateurs. Ce programme est actuellement disponible en France, aux Etats-Unis et au Canada et sera déployé en Chine dans les prochains mois, puis dans les autres pays d'activité du Groupe sur 2025 et 2026. Les collaborateurs ont souscrit à des actions de la société Bel offrant une décote de 15% sous forme de BSA calculé par rapport à un prix de référence de l'action Bel (déterminé par un expert indépendant) avec une maturité de cinq ans, les BSA donnant le droit de souscrire à 1 action de la société Bel. C'est dans ce cadre que, le 27 juillet 2024, une augmentation de capital a été réalisée par l'émission de 912 118 actions[8], dont 128 ont été rachetées par Bel en raison de sorties anticipées. A chaque action du FCPE est attaché 0,5 BSA, et pour les salariés détenant directement des actions (Etats-Unis, Canada), chaque action donne droit à 1 SAR (Stock Appreciation Rights), qui font l'objet d'engagements de rachat par Bel. Au 31 décembre 2024, 442 208 BSA et 27 575 SAR sont en circulation.

Par ailleurs, le Groupe a mis en place un plan LTI (Long Term Incentive plan), qui consiste en un programme de fidélisation des cadres et des hauts dirigeants. Dans ce cadre, des actions gratuites sont attribuées aux bénéficiaires, mais ne sont définitivement acquises qu'à l'issue d'une période définie (2 à 3 ans) et selon l'atteinte d'objectifs de performance et des conditions de présence. Au 31 décembre 2024, il reste 123 870 actions livrées pour lesquelles Bel a un engagement de rachat et 807 795 actions gratuites attribuées au titre des plans en cours d'acquisition mais non encore livrées.

Actionnariat

Au 31 décembre 2024, la répartition du capital et des droits de vote de Bel était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote	%
Unibel	*75 015 465*	*93,62%*	*144 784 020*	*95,06%*
Groupe familial Fiévet-Bel	*3 247 500*	*4,05%*	*6 495 000*	*4,26%*
Sous-total	**78 262 965**	**97,68%**	**151 279 020**	**99,32%**
Autres actionnaires	151 445	0,19%	*151 445*	0,10%
FCPE	884 415	1,10%	*884 415*	0,58%
Actions auto-détenues	826 238	1,03%		0,00%
Total	**80 125 063**	**100%**	**152 314 880**	**100%**

[8] 884 415 actions étant détenues par le FCPE et 27 575 actions en direct par des salariés.

4 Evaluation de l'action Unibel

4.1 Méthodes et paramètres d'évaluation de la Société

Nous avons procédé à notre propre évaluation de la société Unibel conformément à la recommandation de l'AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, modifiée le 10 février 2020, pour apprécier le prix de 1 180 € offert par action.

S'agissant d'une holding dont l'objet essentiel est de gérer une participation majoritaire dans la société Bel, l'évaluation repose principalement sur un actif net réévalué, lui-même fondé sur une approche multicritère de Bel qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation.

4.1.1 Références et méthodes d'évaluation écartées

Après étude, nous avons écarté les références et méthodes suivantes :

Référence à l'actif net comptable

L'actif net comptable ne constitue pas une référence pertinente de la valeur d'Unibel, car il ne reflète pas la juste valeur de ses participations.

A titre d'information, les capitaux propres consolidés part du groupe s'établissent à 1 266 M€ au 31 décembre 2024, la valeur comptable par action s'élève ainsi à 552,5 €.

Méthode du rendement du dividende

La Société a versé un dividende de 9 euros en 2024 (au titre de 2023) et 10,50 euros en 2023 (au titre de 2022).

Unibel indique qu'elle « *ne peut garantir ni le montant du dividende mis au paiement au titre d'un exercice donné, ni même la distribution d'un dividende.* » (paragraphe 5.9 du document d'enregistrement universel 2023). Elle devrait verser un dividende de 9 euros au titre de 2024.

Unibel n'a ainsi pas de véritable politique de distribution et la méthode du rendement du dividende ne peut être appliqué.

A titre d'information, le coupon moyen versé au titre des 4 dernières années (9,90 euros), capitalisé au taux de rendement du SBF 120 (3,5%[9]), fait ressortir une valeur de 282,8 euros.

[9] Source : Capital IQ, moyenne des rendements du dividende des sociétés du SBF 120 au 31 mars 2025.

Méthodes analogiques (multiples de sociétés cotées et de transactions comparables)

Ces méthodes consistent à appliquer les multiples issus d'un échantillon de sociétés cotées comparables ou de sociétés cibles de transactions intervenues dans le même secteur d'activité, aux agrégats de la Société.

S'agissant d'une holding, il n'existe pas de sociétés comparables (avec un patrimoine présentant les mêmes caractéristiques). En conséquence, ces méthodes ne sont pas pertinentes.

4.1.2 Références et méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes suivantes :

Méthode de l'actif net réévalué à titre principal

Cette méthode consiste à réévaluer les actifs et passifs de la Société afin d'en extérioriser les plus ou moins-values latentes.

Les actifs d'Unibel étant principalement constitués de sa participation dans Bel et de son portefeuille d'actifs financiers, nous avons réévalué chacun des actifs de la Société en retenant la méthodologie suivante :

- Bel : évaluation sur la base d'une actualisation des flux de trésorerie futurs (Discounted Cash Flows ou DCF) à partir des flux de son plan d'affaires, à titre principal, et application de multiples de marché déterminés sur des sociétés comparables à Bel, à titre secondaire. Nous avons également retenu, à titre secondaire compte tenu de l'antériorité de l'opération, la valeur de Bel ressortant de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (OPR-RO) sur les titres Bel (note en réponse de décembre 2021). Nous n'avons pas pu utiliser la méthode des multiples de transactions comparables du secteur, nous n'avons en effet pas identifié de transactions récentes sur des sociétés comparables à Bel.
- Portefeuille d'actifs financiers : réévaluation sur la base des dernières valeurs de marché disponibles.

Les autres actifs et passifs, essentiellement des éléments de cash et de dette, ont été retenus pour leur valeur comptable. S'agissant d'une société dont l'objet principal est de gérer une filiale qui représente la quasi-totalité de sa valeur, nous n'avons pas retenu de décote de holding. Nous avons en revanche pris en compte l'impact des frais récurrents exposés par la Société (après refacturation à Bel), ainsi que la valeur des reports déficitaires.

Transactions récentes sur le capital de la Société à titre secondaire

Nous avons eu connaissance de transactions réalisées au sein des familles actionnaires sur le capital d'Unibel ou de sociétés familiales dont l'objet est de détenir des titres Unibel, à l'occasion de donations ou de cessions. Nous avons étudié ces opérations.

Aucune autre transaction significative récente n'est intervenue sur le capital de la Société.

Cours de bourse à titre secondaire

La Société est cotée depuis le milieu des années 1940, elle dispose cependant d'un flottant très faible et d'une liquidité très peu significative. Les actions sont cotées au double fixing sur Euronext Paris, compartiment A.

Malgré la faible pertinence du cours, il s'agit d'un point de référence pour l'actionnaire minoritaire et nous l'avons étudié à titre secondaire.

4.1.3 Données de référence de la Société

Nombre de titres

Le capital de la Société est composé de 2 323 572 actions en circulation à la date du rapport.

La Société détient 32 302 titres en auto-détention à la date du rapport.

Nous retenons dans nos travaux un nombre d'actions hors auto-détention de 2 291 270 actions.

Mise en œuvre de la méthodologie d'évaluation multicritère

Nous présenterons tout d'abord l'évaluation par la méthode de l'actif net réévalué, réalisée à partir du bilan social d'Unibel (paragraphe 4.2 ci-après).

L'essentiel de la valeur d'Unibel (plus de 90%) étant constitué de la valeur de Bel, c'est une évaluation multicritère de Bel qui est présentée dans ce paragraphe 4.2.

Les méthodes utilisées à titre secondaire (transactions récentes sur le capital d'Unibel et cours de bourse) sont présentées aux paragraphes 4.3 et 4.4 ci-après.

4.2 Actif net réévalué sur la base d'une évaluation multicritère de Bel

Nous avons étudié les différents actifs et passifs d'Unibel au 31 décembre 2024, sur la base des comptes individuels de la Société.

Au 31 décembre 2024, le bilan d'Unibel, présenté ci-dessus au paragraphe 3.3.1, peut se résumer comme suit :

- Titres Bel : 308,4 M€
- Autres participations et titres immobilisés : 78,9 M€
- Actions propres : 6,6 M€
- Prêts et créances : 3 M€
- Eléments de BFR (y compris provisions) : (8,9) M€
- Endettement financier net : (72,8) M€

Les capitaux propres comptables s'établissent ainsi à 315,2 M€.

Les actions propres ont été déduites du nombre d'actions d'Unibel, elles ne seront ainsi pas prises en compte à l'actif pour le calcul de l'actif net réévalué. Les seuls éléments à réévaluer consistent dans les titres Bel et les autres participations et titres immobilisés. Les autres éléments sont repris pour leur valeur comptable.

Nous présenterons dans un premier temps l'évaluation des actifs et passifs autres que la participation dans Bel (paragraphe 4.2.1 ci-après), puis l'évaluation de Bel selon une approche multicritère (paragraphe 4.2.2 ci-après).

L'actif net réévalué d'Unibel résultant de la mise en œuvre de chaque méthode utilisée pour évaluer Bel est présenté en conclusion de l'étude de chacune de ces méthodes.

4.2.1 Eléments de l'actif net réévalué d'Unibel hors titres Bel

4.2.1.1 Evaluation du portefeuille d'actifs financiers d'Unibel

Les autres participations et titres immobilisés ont été évalués sur la base :

- des cours de bourse des titres cotés (généralement liquides et la moyenne 1 mois au 31 mars 2025 apparaissant représentative de la valeur), pour 35,3 M€ ;
- des dernières NAV (Net Asset Value) communiquées par les fonds, généralement au 31 décembre 2024, pour 39,7 M€ ;
- des indications de valeur externes (opération sur le capital ou investissement récent) fournies par la Société pour certains titres non cotés pour 11,4 M€ ;
- d'indications du management sur une ligne de participation dépréciée à 100% dans les comptes au 31 décembre 2024 (Biomass) et réévaluée à 0,9 M€.

Au total, les autres participations et titres immobilisés ont été évalués à un montant de 87,3 M€ (la valeur comptable étant, elle, de 78,9 M€). L'impact de la fiscalité latente, peu significative, n'a pas été prise en compte.

A noter que certains des actifs financiers font l'objet d'un apport à une société de gestion de portefeuille (SGP) agréée par l'AMF. Nous nous sommes assurés que les valeurs présentées ci-dessus étaient cohérentes avec celles retenues pour l'apport à la SGP.

4.2.1.2 Autres éléments

Nous avons également tenu compte :

- des reports déficitaires, qui devraient être recouvrés sur les 5 prochaines années, soit un montant actualisé de 17,4 M€[10] ;
- des frais de structure capitalisés pour 52 M€, sur la base de l'EBITDA[11] ressortant des comptes sociaux d'Unibel au 31 décembre 2024, après impôts. L'EBITDA négatif récurrent (-5,6 M€ en 2024, respectivement -8,7 M€ et -6,8 M€ en 2022 et 2023) est constitué de frais de personnel et d'honoraires exposés pour la gestion de la Société après refacturation des frais relatifs à Bel. L'EBITDA négatif après impôt a été capitalisé au taux d'actualisation retenu dans la méthode DCF retenue pour évaluer Bel.

4.2.1.3 Synthèse des autres éléments de l'actif net réévalué d'Unibel (hors titres Bel)

M€	31/12/2024
Participations et autres titres immobilisés	87,3
Autres actifs immobilisés	3,0
BFR	(8,1)
Provisions R&C	(0,7)
Autres éléments (dérivés)	(0,1)
Dette nette	(72,8)
Déficits reportables	17,4
Coûts de holding capitalisés	(52,0)
ANR Unibel (hors titres Bel)	**(25,9)**

4.2.2 Evaluation de Bel et actif net réévalué d'Unibel en résultant

Ainsi qu'indiqué ci-dessus, nous avons mis en œuvre deux méthodes pour déterminer la valeur de Bel :

- une analyse DCF à titre principal (paragraphe 4.2.2.1) ;
- l'application de multiples de sociétés cotées comparables à titre secondaire (paragraphe 4.2.2.2).

Nous avons également utilisé, à titre secondaire, la référence au prix payé aux actionnaires minoritaires de Bel lors de l'OPR-RO déposée fin 2021 (note en réponse de décembre 2021) ainsi que les prix de transaction sur le titre Bel dans le cadre du FCPE. Ces opérations sont étudiées au paragraphe 4.2.2.3 ci-après.

[10] Le montant figurant fin 2024 dans les comptes consolidés d'Unibel, de 24,3 M€, a été pris en compte dans la valeur de Bel pour 4,3 M€ (pas d'effet d'actualisation) et d'Unibel pour 20 M€ (17,4 M€ après actualisation).

[11] EBITDA et EBIT sont très proches chez Unibel.

Pour rappel, en l'absence de transaction récemment intervenue sur des sociétés du secteur, nous n'avons pas pu mettre en œuvre la méthode des transactions comparables.

Nombre de titres de la société Bel

Le capital de la société Bel est composé de 80 125 063 actions en circulation à la date du rapport.

La société détient 826 238 titres en auto-détention à la date du rapport.

Nous avons déduit du nombre d'actions total, les actions émises dans le cadre du plan We share, soit 911 990 actions, ainsi que les actions gratuites livrées, soit 123 870 actions. Nous avons pris en compte dans les flux du business plan, les charges futures afférentes à ces plans.

Nous retenons dans nos travaux un nombre d'actions dilué hors auto-détention de 78 262 965 actions.

Il existe une boucle d'autocontrôle au niveau d'Unibel : elle détient en effet une participation de 95,85% (retraitée de l'autocontrôle) dans la société Bel, qui elle-même détient 100% de Sofico[12], société dont le principal actif est la détention d'une participation de 8,57% (retraitée de l'autocontrôle) dans le capital d'Unibel.

En raison de cette boucle d'autocontrôle, Unibel bénéficie d'une relution que nous avons prise en compte dans notre évaluation, par itérations successives, pour chaque méthode d'évaluation retenue, des valeurs des fonds propres de Bel et d'Unibel.

Nous avons également évalué la boucle d'autocontrôle sur la base des pourcentages d'intérêts économiques en retraitant directement la boucle dans le nombre d'actions pour nous assurer que les résultats entre les deux méthodes convergeaient.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de Bel

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est calculé à partir des comptes consolidés de Bel arrêtés au 31 décembre 2024.

Il intègre les principaux éléments suivants :

(+) la trésorerie pour 510,4 M€ ;

(+) le montant des participations dans des titres non consolidés pour 52,4 M€, concernant Britannia Bel Foods Private Limited ;

(+) le montant des investissements financiers (hors titres Unibel) pour 41,8 M€ ;

(+) le montant des actifs financiers courants pour 9,8 M€, incluant notamment des comptes courants ;

(+) le montant des prêts et avances pour 12 M€.

[12] Sofico est consolidée à 100% dans les comptes de Bel.

Et venant en diminution de la trésorerie :

(-) l'endettement financier pour 1 289,2 M€ ;

(-) le montant des créances titrisées pour 191,9 M€ (retraitement du BFR) ;

(-) le montant des intérêts minoritaires pour 38,1 M€, concernant principalement les sociétés Shandong Junjun Cheese et Fromageries Bel Maroc ;

(-) le montant des instruments financiers de couverture de taux pour 26,3 M€ ;

(-) le montant des autres passifs non courants pour 13,8 M€, comprenant notamment 7,4 M€ au titre du capital souscrit non appelé sur des investissements financiers, 3,7 M€ de dette liée au fonds de pension aux Etats-Unis et 2,7 M€ de dette dans le cadre de l'expansion Boursin ;

(-) le montant des provisions pour litiges et autres provisions décaissables (après IS) pour 17,2 M€.

Nous n'avons pas retenu la dette de location selon IFRS 16, nous avons en revanche pris en compte les charges de location dans le plan.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres correspond à un endettement net de 950,1 millions d'euros.

Dette nette M€	31/12/2024
Trésorerie	510,4
Emprunts	(1 289,2)
Créances titrisées	(191,9)
Dette nette	**(970,7)**
Titres non consolidés	52,4
Investissements financiers (hors Unibel)	41,8
Autres actifs financiers courants	9,8
Prêts et avances	12,0
Intérêts minoritaires	(38,1)
Instruments financiers de couverture de taux	(26,3)
Autres passifs non courants	(13,8)
Provision R&C (après impôt)	(17,2)
Autres ajustements	**20,6**
Total passage EV/EQ	**(950,1)**

4.2.2.1 Mise en œuvre de la méthode DCF

Cette méthode consiste, sur la base du plan d'affaires de Bel, à actualiser les flux de trésorerie prévisionnels à un taux reflétant le niveau de rentabilité attendu par le marché à l'égard de cette société. Cette méthode tient compte d'une valeur dite terminale représentant la croissance et la rentabilité normative de la société en fin de plan. Elle prend en compte la capacité de Bel à créer de la valeur, sur la base de ses perspectives d'activité.

Plan d'affaires

Le plan d'affaires qui nous a été communiqué a été préparé mi 2024 par l'équipe de management de Bel, par marque et par zone géographique, sur la période 2024-2029. Le process d'établissement du plan d'affaires prévoit que la direction centrale consolide et ajuste les ambitions par marque et par pays pour aboutir à un plan « Base case », présenté au Comité stratégique de Bel qui en évalue la pertinence et la faisabilité, puis au conseil de surveillance d'Unibel pour validation finale. Le plan communiqué a été présenté au comité stratégique de Bel fin juillet 2024. Il a été validé par le conseil de surveillance d'Unibel en septembre 2024.

Le management de Bel a par ailleurs établi un budget 2025 présenté au Conseil de Bel en février 2025.

Nous avons construit notre propre extrapolation sur la période 2030 – 2031 (plan d'affaires extrapolé couvrant au total 7 ans), sur la base de discussions avec la direction de Bel ainsi qu'avec le comité ad hoc du Conseil d'Unibel.

Ces éléments n'intègrent pas les évolutions liées aux annonces de la mise en œuvre de droits de douane aux Etats-Unis et aux incertitudes économiques qui en résultent.

Analyse du plan d'affaires - éléments de résultat

Nous avons retenu le budget 2025 ainsi que le plan d'affaires établi mi 2024 sur la période 2026 - 2029.

Le budget 2025 se fonde sur une reconquête du taux de pénétration aux Etats-Unis sur la catégorie Fruit afin de retrouver une croissance plus conforme à l'historique. Il se fonde aussi sur la poursuite de l'amélioration des volumes sur les activités matures.

Les risques majeurs identifiés sont :

- la capacité du groupe à obtenir des hausses de prix auprès des distributeurs permettant d'absorber la hausse des coûts matières sans baisse des volumes ;
- un contexte géopolitique tendu avec des risques de hausse de droits de douane aux Etats-Unis, au Canada et en Chine (le plan ne prend pas en compte la nouvelle politique de droits de douane aux Etats-Unis) ;
- la sensibilité des consommateurs au prix.

Le plan d'affaires prévoit pour chacune des activités une croissance moyenne annuelle entre 2024 et 2029 :

- de 2% pour l'activité Fromage, soutenue par les marques cœur Mini Babybel®, Boursin®, Kiri® et La Vache Qui Rit® ;
- de 7,7% pour l'activité Fruit, moteur de la croissance en générant plus de 50% de celle-ci. Cette activité devrait représenter près de 30% du chiffre d'affaires en 2029, contre près de 25% aujourd'hui.

La croissance moyenne annuelle du plan serait ainsi de 3,5%, essentiellement portée par le développement aux Etats-Unis et en Chine. Les ventes à l'international (y compris Europe hors France) resteraient stables sur la durée du plan et représenteraient environ 80% du chiffre d'affaires.

La marge brute devrait s'améliorer de 3,3 points sur la durée du plan grâce à un mix produit / pays favorable et à une amélioration de la productivité, notamment soutenue par les marques cœur Mini Babybel®, Boursin®, Kiri® et La Vache Qui Rit®, ainsi que sur l'activité Fruit.

Les dotations aux amortissements, retraitées de la norme IFRS 16, représentent entre 3,3% et 4% du chiffre d'affaires.

Le plan d'affaires vise en 2029 un résultat opérationnel courant (ROC) de 9,3% (9,1% après prise en compte des charges liées aux programmes incitatifs mis en œuvre pour les salariés, contre 6,8% en 2024 et 6,5% prévue en 2025). Cette marge est supérieure aux marges constatées historiquement par la société Bel (cf. paragraphe 3.3.2 ci-dessus). Elle se situe dans la fourchette haute de la marge attendue par les analystes sur les sociétés cotées de notre échantillon de sociétés comparables. Nous l'avons retenue comme marge normative pour le calcul du flux terminal dans la méthode DCF.

Nous avons retraité sur la durée du plan les charges de location liées à la norme IFRS 16.

Les dotations aux amortissements sont cohérentes avec les investissements passés et la stabilisation des investissements, en valeur, sur le plan.

Le taux d'imposition en pourcentage du résultat opérationnel courant retenu sur la durée du plan baisse progressivement passant de 34,3% à 33,7%, prenant notamment en compte les retenues à la source et un certain nombre de charges qui s'avèrent non déductibles dans plusieurs pays, ainsi que les reports déficitaires. Nous avons retenu un taux de 27,1% sur la période d'extrapolation, qui nous paraît cohérent avec le mix géographique de l'activité et nos estimations de taux normatif sur celles-ci.

Analyse du plan d'affaires - éléments de bilan

Les investissements qui atteignent environ 5% du chiffre d'affaires en 2024 sont prévus en nette hausse sur la période 2026-2028 (en moyenne près de 7% du chiffre d'affaires), afin de soutenir l'expansion des capacités pour l'activité Fromage et de répondre à la demande dans les zones géographiques prioritaires, permettant d'améliorer la rentabilité. Ils reviendraient à 4,3% du chiffre d'affaires en 2029 (un niveau comparable à la moyenne observée sur la période 2021-2024), niveau que nous avons retenu sur la période d'extrapolation.

Après retraitement de la titrisation des créances clients, le besoin en fonds de roulement (BFR) opérationnel, qui s'établit à environ 6,7% du chiffre d'affaires en 2024, est prévu en augmentation sur la période explicite du plan pour atteindre un niveau de 8,2% du chiffre d'affaires en fin de plan, du fait de l'évolution du mix produits.

Evaluation de Bel

Flux normatif

Compte tenu de la croissance encore soutenue du chiffre d'affaires en fin de période explicite du plan, nous avons extrapolé le plan d'affaires sur deux ans supplémentaires, soit jusqu'en 2031, afin de faire atterrir la croissance jusqu'au niveau de 1,5%, en ligne avec la croissance attendue dans le secteur[13].

Le flux normatif a été construit à horizon 2031 sur la base d'une croissance du chiffre d'affaires de 1,5% et d'une marge de ROC de 9,3%[14], égale à la dernière année explicite du plan.

Les amortissements sont égaux aux investissements, représentant 4,3% du chiffre d'affaires.

Nous avons maintenu un BFR en pourcentage de chiffre d'affaires au niveau de la dernière année explicite du plan, en ligne avec le mix produits.

Le taux d'imposition s'établit à 27,1% en ligne avec le taux d'imposition retenu sur la période d'extrapolation, et représentant le mix géographique de l'activité.

Croissance à l'infini

La croissance à l'infini a été estimée à 1,5%, en ligne avec la croissance attendue dans le secteur.

Taux d'actualisation

Les flux financiers ont été actualisés à compter du 1er janvier 2025, à mi-année.

Nous avons retenu un taux d'actualisation de 8% déterminé sur la base des éléments suivants :

- Une prime de risque de 5,12% observée sur le SBF 120, à fin mars 2025 (source : Fairness Finance 31 mars 2025) ;
- Un taux sans risque de 3,45%, à fin mars 2025, fondé sur le rendement des obligations d'Etat françaises à 10 ans ;
- Une prime de risque pays de 0,88% calculée sur la base de la moyenne pondérée[15] des primes CDS des différents pays dans lesquels la société Bel opère ;
- Un bêta désendetté de 0,69, sur la base de notre échantillon de sociétés comparables ;

[13] En ligne avec les attentes des analystes sur les sociétés du secteur.

[14] Selon définition de la Société, c'est-à-dire après IFRS 16 et avant plan d'actionnariat salarié.

[15] Pondération fondée sur le résultat opérationnel courant par pays.

- Une prime de taille de 0,48% (source : Kroll), pour les capitalisations de l'ordre de 3 milliards d'euros[16] ;
- Un levier financier cible de 20% en ligne avec le levier constaté sur les sociétés comparables, et un coût de la dette après impôt de 3,5%.

Résultat de nos travaux

Valeur de Bel

Sur ces bases, la valeur d'entreprise ressort à 3 483,6 M€.

Après prise en compte de la dette financière nette et de la relution de 224,3 M€ (valeur de la boucle d'autocontrôle déterminée par itération), la valeur des fonds propres de Bel ressort à 2 757,8 M€.

Nous présentons ci-après les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,5 point de taux de croissance ou de taux d'actualisation
- +/- 0,5 point de marge opérationnelle terminale ou de taux d'actualisation

Les sensibilités de la valeur d'entreprise à ces différents paramètres sont les suivantes (en millions d'euros) :

		Taux de croissance à l'infini				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
Wacc	7,00%	3 652	3 917	4 230	4 606	5 065
	7,50%	3 345	3 567	**3 825**	4 131	4 497
	8,00%	3 080	**3 267**	**3 484**	**3 736**	4 034
	8,50%	2 849	3 009	**3 192**	3 403	3 649
	9,00%	2 646	2 784	2 940	3 118	3 324

		Marge ROC				
		8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
Wacc	7,00%	3 807	4 019	4 230	4 441	4 653
	7,50%	3 447	3 636	**3 825**	4 014	4 203
	8,00%	3 144	**3 314**	**3 484**	**3 654**	3 824
	8,50%	2 884	3 038	**3 192**	3 346	3 500
	9,00%	2 660	2 800	2 940	3 080	3 220

[16] Différentiel entre la prime constatée sur les sociétés du SBF 120 (2ème décile) et la prime constatée sur des sociétés de taille équivalente à celle de Bel (5ème décile).

Les valeurs par action ainsi obtenues sont les suivantes (en euros) :

Wacc	Taux de croissance à l'infini				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
7,00%	37,58	41,26	45,62	50,85	57,24
7,50%	33,31	36,39	**39,99**	44,24	49,34
8,00%	29,62	**32,23**	**35,24**	**38,75**	42,90
8,50%	26,41	28,64	**31,18**	34,12	37,54
9,00%	23,59	25,50	27,68	30,16	33,03

Wacc	Marge ROC				
	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
7,00%	39,73	42,68	45,62	48,56	51,51
7,50%	34,73	37,36	**39,99**	42,62	45,25
8,00%	30,50	**32,87**	**35,24**	**37,61**	39,97
8,50%	26,89	29,04	**31,18**	33,32	35,47
9,00%	23,78	25,73	27,68	29,63	31,58

Selon cette méthode, la valeur par action de la société Bel ressort dans une fourchette de 31,2 € à 40 €, avec une valeur centrale à 35,2 € par action.

Actif net réévalué d'Unibel avec DCF sur Bel

L'actif net réévalué d'Unibel résultant de la mise en œuvre de la méthode DCF pour évaluer Bel ressort à 2 617 M€, soit une valeur par action de 1 142,4 € (en valeur centrale).

M€	31/12/2024
Valeur d'entreprise de Bel	**3 484**
Dette nette	-950
Valeur de la boucle d'autocontrôle	224
Valeur des fonds propres de Bel	**2 758**
Nombre de titres Bel	78 262 965
Valeur Bel par action	**35,24 €**
Nombre d'actions détenues par Unibel	75 015 465
Valeur des titres Bel détenus par Unibel	**2 643**
ANR Unibel (hors titres Bel)	-26
Valeur des fonds propres d'Unibel	**2 617**
Nombre de titres Unibel	2 291 270
Valeur par action Unibel	**1 142,37 €**

Les valeurs par action d'Unibel, selon les sensibilités de la valeur de Bel ainsi obtenues, sont les suivantes (en euros) :

Wacc	Taux de croissance à l'infini				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
7,00%	1 215,8	1 336,5	1 479,1	1 650,3	1 859,5
7,50%	1 077,7	1 178,7	**1 296,4**	1 435,6	1 602,6
8,00%	958,5	**1 043,9**	**1 142,4**	**1 257,3**	1 393,1
8,50%	854,6	927,5	**1 010,8**	1 107,0	1 219,1
9,00%	763,3	826,1	897,2	978,6	1 072,4

Wacc	Marge ROC				
	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
7,00%	1 286,4	1 382,8	1 479,1	1 575,5	1 671,9
7,50%	1 124,2	1 210,3	**1 296,4**	1 382,5	1 468,7
8,00%	987,4	**1 064,9**	**1 142,4**	**1 219,9**	1 297,4
8,50%	870,5	940,6	**1 010,8**	1 081,0	1 151,2
9,00%	769,5	833,3	897,2	961,1	1 025,0

Selon cette méthode, la valeur par action de la société Unibel ressort dans une fourchette de 1 010,8 € à 1 296,4 €, avec une valeur centrale à 1 142,4 € par action.

Par rapport aux valeurs résultant de l'analyse des flux futurs actualisés, le prix proposé de 1 180 € fait ressortir une prime de 3,3% en valeur centrale et de 16,7% en fourchette basse, ainsi qu'une décote de 9% en fourchette haute.

4.2.2.2 Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats de la société évaluée, les multiples boursiers observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables en termes notamment d'activité, de taille, de rentabilité et de perspectives de croissance.

Il n'existe pas de société cotée réellement comparable à Bel en termes de mix d'activité et de taille. Nous avons sélectionné un échantillon de sociétés de taille et de rentabilité proches et commercialisant leurs produits en Europe et aux Etats-Unis.

Compte tenu de l'absence de société réellement comparable, cette méthode est utilisée à titre secondaire.

Nous n'avons pas retenu les sociétés Nestlé, Danone, Kraft et Mondelez en raison de leur taille (chiffres d'affaires compris entre 24 Md€ et 97,7 Md€), de leurs activités plus diversifiées (Danone par exemple est présent sur les produits laitiers mais aussi sur les eaux et la nutrition spécialisée), et de leur niveau de rentabilité bien supérieur à celui de Bel (marges d'EBITDA comprises entre 14,8% et 25% et marges d'EBIT comprises entre 11,7% et 21,4% en 2024).

Echantillon de sociétés comparables retenues

L'échantillon de sociétés sélectionnées est le suivant :

- Emmi AG est une société suisse qui produit et commercialise une gamme de produits laitiers et de produits frais en Suisse, dans le reste de l'Europe et en Amérique du Nord et du Sud. Elle développe aussi une gamme de desserts industriels et a récemment fait l'acquisition de Mademoiselle Dessert. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 4,6 Md€ lors de son dernier exercice clos. Sa capitalisation boursière au 31 mars 2025 s'élève à 4,5 Md€.
- Glanbia est une société irlandaise. La société propose des produits de nutrition sportive sous différentes formes telle que les poudres, les barres prêtes à consommer, des aliments de snacking. Elle fabrique et commercialise également des fromages, des produits laitiers et non laitiers. Elle propose ses produits notamment sous les marques Optimum Nutrition, Nutramin et Slimfast. La société a réalisé lors de son dernier exercice clos un chiffre d'affaires de 3,7 Md€. Sa capitalisation boursière au 31 mars 2025 s'élève à 2,6 Md€.
- Saputo est une société canadienne qui commercialise des produits laitiers au Canada, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni en Argentine et en Australie. L'entreprise propose des fromages (cheddar, mozarella, camembert, brie, fromages à pâte molle et fromages fondus), et fournit également du lait et des dérivés du lait (lait en poudre, caséine, lactosérum en poudre…). La société a réalisé lors de son dernier exercice clos un chiffre d'affaires de 12,6 Md€. Sa capitalisation boursière s'élève au 31 mars 2025 à 6,7 Md€.

Cet échantillon est proche de celui utilisé par l'expert indépendant lors de l'OPR-RO de la société BEL en 2021. Nous n'avons cependant pas retenu la société Savencia dont le niveau de rotation de flottant nous semble trop faible (2,6% du flottant) et dont la marge d'EBIT est très inférieure à celle de BEL (de l'ordre de 3%).

Les principales caractéristiques de ces sociétés en termes de marge d'EBITDA et d'EBIT sont les suivantes :

Sociétés	Marge d'EBITDA		Marge d'EBIT	
	2025e	2026e	2025e	2026e
Emmi AG	10,3%	10,6%	7,1%	7,5%
Glanbia plc	12,4%	13,0%	8,5%	9,1%
Saputo Inc.	8,4%	9,1%	5,2%	6,0%

Agrégats utilisés et multiples obtenus

Nous n'avons pas retenu le chiffre d'affaires comme agrégat pertinent, celui-ci ne permettant pas de prendre en compte les différents niveaux de rentabilité des sociétés.

En raison de la différence significative d'intensité capitalistique entre les sociétés et des difficultés à retraiter l'effet de la norme IFRS 16 (sur les locations) sur l'EBITDA des sociétés comparables, nous avons retenu l'EBIT, agrégat le plus pertinent dans ce contexte pour évaluer Bel.

Les multiples obtenus sur la base de la capitalisation boursière moyenne 1 mois au 31 mars 2025 (après recalendarisation si nécessaire) sont les suivants :

Sociétés	Devises	Capitalisation 1 mois	VE 1 mois	VE/EBIT	
				31/12/2025	31/12/2026
Emmi AG	CHF	4 359	5 494	16,2x	15,1x
Glanbia plc	EUR	2 654	2 963	9,6x	8,6x
Saputo Inc.	CAD	10 582	13 713	12,3x	11,0x
Moyenne				**12,7x**	**11,6x**
Mediane				**12,3x**	**11,0x**

Nous avons retenu les multiples moyens et les agrégats prévisionnels 2025 et 2026. Sur cette base, la fourchette de valeurs obtenue est la suivante :

Multiples Moyens	2025e	2026e
Valeur d'entreprise (M€)	**3 154**	**3 508**
Passage EV EQ	(950,1)	
Boucle autocontrôle	196	227
Valeur des fonds propres (M€)	**2 399**	**2 785**
Nombre d'actions (m)	78,3	
Valeur par action Bel (€)	**30,7**	**35,6**

La valeur d'une action BEL ressort dans une fourchette comprise entre 30,7 € et 35,6 €.

Actif net réévalué d'Unibel avec application de multiples de comparables sur Bel

L'actif net réévalué d'Unibel résultant de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers pour évaluer Bel se présente de la façon suivante :

Unibel	2025e	2026e
Valeur par action BEL	30,7	35,6
Nombre d'actions détenues par Unibel	75,0	75,0
Participation BEL réévaluée	**2 299**	**2 670**
Participations et autres titres immobilisés	87,3	
Autres actifs immobilisés	3,0	
BFR	(8,1)	
Provisions R&C	(0,7)	
Autres éléments (dérivés)	(0,1)	
Dette nette	(72,8)	
Déficits reportables	17,4	
Coûts de holding capitalisés	(52,0)	
ANR Unibel (hors titres BEL)	**(25,9)**	
Valeur Unibel M€	**2 273**	**2 644**
Nombre d'actions (m)	2,3	
Valeur par action Unibel (€)	**992,2**	**1 153,9**

Sur la base de la méthode des comparables boursiers, retenue à titre secondaire, la valeur par action Unibel, compte tenu de sa participation dans BEL et de la réévaluation de ses autres actifs et passifs, est comprise entre 992,2 € et 1 153,9 €.

Le prix d'Offre fait ressortir des primes de 18,9% et 2,3% par rapport à ces valeurs.

4.2.2.3 Autres références de la valeur de Bel (à titre secondaire)

Référence à l'OPR-RO déposée sur les titres Bel fin 2021 :

Le prix proposé lors de l'offre publique de retrait déposée en décembre 2021 sur les titres Bel, soit 550 euros par action, équivaut aujourd'hui à un prix de 36,67 euros par action (multiplication par 15 du nombre d'actions).

L'expert indépendant missionné dans le cadre de cette OPR-RO avait réalisé une évaluation multicritère de Bel en retenant à titre principal, un DCF, et à titre secondaire, l'application de multiples observés sur des sociétés cotées comparables[17].

[17] Cf. Note d'information de Bel en réponse à l'OPR-RO d'Unibel - décembre 2021 – Annexe 2 : Rapport de l'expert indépendant en date du 15 novembre 2021 et Addendum en date du 14 décembre 2021.

Nous avons obtenu le plan d'affaires utilisé par l'expert indépendant dans le cadre de son analyse DCF et l'avons comparé :

- Aux réalisations effectives de Bel sur la période 2021 – 2024 ;
- Au plan d'affaires établi par le management sur la période 2025-2029, que nous utilisons aujourd'hui dans notre analyse DCF.

Nous observons que le chiffre d'affaires réalisé a été tiré à la hausse, notamment en 2022, par l'inflation qui n'était pas prévue dans les projections du plan fin 2021. Le ROC réalisé est en revanche globalement en retrait sur la période, notamment en 2024 où il a été inférieur de 17% à celui qui était prévu dans le plan. Le taux d'impôts et les capex ont par ailleurs été plus importants que prévu, les flux de trésorerie ont ainsi été globalement en retrait par rapport aux prévisions du plan 2021 (-48% en 2024).

Le budget 2025 est en net retrait en termes de ROC et de flux de trésorerie par rapport aux projections pour 2025 utilisées en 2021 (respectivement -24,4% et -35%). Le plan d'affaires 2026-2029 reste en retrait par rapport aux années 2026-2029 du plan 2021[18], en termes de ROC et de flux de trésorerie. En revanche, à partir de 2029, ROC et flux de trésorerie prévus dans le plan d'aujourd'hui dépassent les prévisions extrapolées du plan utilisé fin 2021.

Nous avons également comparé l'analyse DCF réalisée par l'expert indépendant en 2021 et celle que nous avons conduite aujourd'hui sur la base du plan 2025-2029. L'expert parvenait à une valeur de 516 euros, soit 34,4 euros après multiplication du nombre de titres par 15, à comparer avec notre valeur centrale DCF à 35,4 euros. Les principaux écarts correspondent à :

- des flux globalement plus importants aujourd'hui qu'en 2021 du fait d'une extrapolation plus soutenue (+334 M€ en valeur) ;
- un taux d'actualisation plus élevé aujourd'hui, principalement en raison de la hausse du taux d'intérêt (le taux sans risque était négatif et s'établissait à -0,1% en 2021), soit un impact sur la valeur de -170 M€ ;
- une dette nette un peu plus importante aujourd'hui qu'en 2021 (950,1 M€ vs 830,6 M€ en 2021, hors dettes de location).

Concernant la mise en œuvre de la méthode des multiples de sociétés cotées comparables, nous observons que les multiples ont baissé de manière significative entre fin 2021 et aujourd'hui. Sur la base du même échantillon, les multiples moyens des années N+1 et N+2 s'élevaient respectivement à 18,0x et 16,4x fin 2021 contre 12,7x et 11,6x aujourd'hui, soit une baisse de l'ordre de 30%, en raison de la baisse des capitalisations boursières[19] des sociétés de l'échantillon, conjuguée à la hausse des EBIT de ces sociétés.

[18] Nous avons extrapolé le plan d'affaires utilisé en 2021, jusqu'en 2029, sur la base des indications données par l'expert indépendant dans son rapport de novembre 2021.

[19] Capitalisation moyenne 1 mois janvier 2022 et mars 2025.

EBIT	2021	2022	2023	2024	CAGR 2021-2024
Emmi (CHF)	283	267	260	304	2,5%
Glanbia (EUR)	149	207	265	318	28,9%
Saputo (CAD)	689	881	931	976	12,3%
BEL ROC (EUR)	222,9	186,8	250,7	253,3	4,4%

Capitalisation boursière (M)	janv.-22	mars-25	Var
Emmi (CHF)	5 794	4 359	-24,8%
Glanbia (EUR)	3 549	2 654	-25,2%
Saputo (CAD)	11 777	10 582	-10,1%

La baisse des capitalisations boursières a aussi été subie par Unibel. Elle résulte de plusieurs facteurs dont notamment les tensions géopolitiques, la hausse des coûts de l'énergie et des matières premières, la hausse des prix, les baisses de volumes sur les produits fromagers, et l'arrivée sur le marché d'une concurrence plus forte.

Dans ce contexte de marché, il ne peut être conclu à une hausse de la valeur de Bel par rapport à celle déterminée fin 2021.

Nous avons déterminé la valeur d'Unibel en retenant le prix de 36,67 euros offert par action Bel dans le cadre de l'OPR-RO de fin 2021, à titre secondaire compte tenu de son antériorité et de la baisse du marché depuis lors :

M€	31/12/2024
Prix Bel - Offre 2021	550 €
Prix / 15	36,7 €
Nbr d'actions BEL	78 262 965
Valeur des titres Bel	**2 870**
% détenu par Unibel	95,85%
Valeur des titres Bel détenus par Unibel	**2 751**
ANR Unibel (hors titres Bel)	-26
Valeur des fonds propres d'Unibel	**2 725**
Nb d'actions Unibel	2 291 270
Valeur par action Unibel	**1 189 €**

Le prix offert dans le cadre de la présente Offre présente une décote de 0,8% sur cette valeur présentée à titre secondaire.

Prix de souscription dans le cadre du FCPE :

Chaque année, Bel fait appel à un expert indépendant pour déterminer une valeur de Bel servant de référence dans le cadre des différents dispositifs d'incitation et d'épargne salariale proposés au management et aux salariés (notamment attribution d'actions gratuites, plan d'actionnariat salarié).

Nous avons eu accès aux quatre derniers rapports de l'expert indépendant (2022 à 2025[20]). Nous observons que la valeur ressortant des travaux de l'expert (principalement sur la base d'une analyse DCF et à titre secondaire par application de multiples de sociétés cotées) s'établit sur les 4 années à 27,2 euros, 27,47 euros, 25,87 euros et 27,1 euros.

A titre secondaire, nous avons déterminé la valeur d'Unibel en retenant le prix de 27,1 euros par action Bel ressortant du dernier rapport de l'expert indépendant :

M€	31/12/2024
Valeur par action Bel	27,1 €
Nbr d'actions BEL	78 262 965
Valeur des titres Bel	**2 121**
% détenu par Unibel	95,85%
Valeur des titres Bel détenus par Unibel	**2 033**
ANR Unibel (hors titres Bel)	-26
Valeur des fonds propres d'Unibel	**2 007**
Nb d'actions Unibel	2 291 270
Valeur par action Unibel	**876 €**

Le prix offert dans le cadre de la présente Offre présente une prime de 34,7% sur cette valeur présentée à titre secondaire.

4.2.3 Conclusion sur l'actif net réévalué d'Unibel

A l'issue de l'évaluation multicritère de Bel, l'actif net réévalué de la Société est le suivant :

ANR - Méthodes de valorisation de Bel	BEL			UNIBEL		
	min	central	max	min	central	max
DCF	31,2 €	35,2 €	40,0 €	1 010,8 €	1 142,4 €	1 296,4 €
Comparables boursiers	30,7 €		35,6 €	992,2 €		1 153,9 €
Offre 2021		36,7 €			1 189,1 €	
Prix de souscription dans le cadre du FCPE		27,1 €			875,9 €	

[20] Nous observons que le dernier rapport de l'expert indépendant en date du 28 février 2025 est également établi dans le cadre d'une opération de rachat par la société Bel de ses actions, conformément aux dispositions de l'article L. 225-209-2 du Code de commerce.

4.3 Référence aux transactions sur le capital d'Unibel

La Société nous a indiqué ne pas avoir procédé à des rachats d'actions depuis mars 2022, rachats qui avaient été effectués à l'époque au prix de 955 euros, sur le marché.

Elle nous a par ailleurs informé des transactions intervenues entre membres de la famille :

- Création d'une société familiale en mai 2023, par apport constitutif de titres Unibel, sur la base d'un cours Unibel de 974 € ;
- Donation-partage transgénérationnelle en juillet 2023 de titres d'une société familiale et donation de la nue-propriété de titres Unibel sur la base d'un cours d'Unibel de 980 € ;
- Apport en novembre 2023 de titres Unibel à une société familiale au prix de 958 € par titre Unibel (valorisation : moyenne sur 1 an glissant au 12/09/23) ;
- Donation en décembre 2023 (Dutreil / démembrement) de titres de sociétés familiales, détenant directement et indirectement des titres Unibel, sur la base d'une valeur du titre Unibel de 958 € ;
- Donation en mai 2024 de titres de sociétés familiales sur la base d'une valeur du titre Unibel de 970 € ;
- Apport en novembre 2024 de titres d'une société familiale à une autre société familiale sur la base d'un cours Unibel de 935 €.

Ces opérations ne sont pas susceptibles de remettre en cause le prix d'Offre de 1 180 euros par action Unibel.

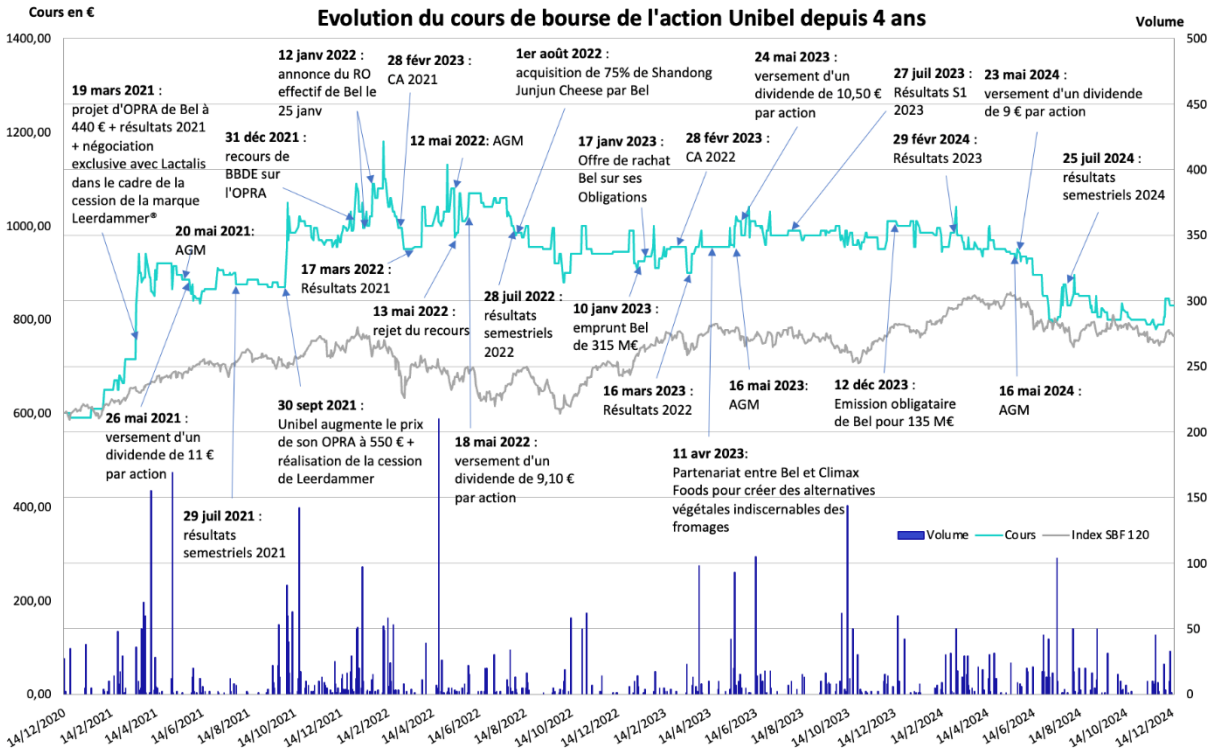
4.4 Référence au cours de bourse d'Unibel

Nous avons étudié le cours d'Unibel jusqu'à la date de publication de son communiqué du 16 décembre 2024 annonçant l'Offre à un prix de 980 euros. Ce prix a été relevé à 1 180 euros, selon communiqué du 25 mars 2025.

Au 16 décembre 2024, les taux de rotation du capital et du flottant sur les douze derniers mois s'établissent respectivement à 0,1% et 4% ; la liquidité du titre est ainsi extrêmement faible, comme le montre le tableau suivant :

Liquidité - 16/12/2024	en milliers
Moyenne volume 20 jours	0,0
Moyenne volume 60 jours	0,0
Moyenne volume 120 jours	0,0
Somme volume 1 an	1,4
NOSH	2 324
Flottant	1%
Rotation du capital 1 an	0,1%
Rotation du flottant 1 an	4,0%

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse du titre Unibel depuis 4 ans :



Le cours avait augmenté début 2021, jusqu'à 715 € à la veille de l'annonce le 19 mars 2021, d'une offre publique de rachat par Bel de ses propres actions (OPRA) au prix de 440 €, de l'entrée en négociation exclusive avec Lactalis dans le cadre de la cession de la marque Leerdammer et de l'annonce par Unibel d'un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (OPR-RO) sur les titres Bel au même prix de 440 euros.

Le cours a ensuite progressé jusqu'au 23 mars 2021 pour atteindre 940 €, puis a évolué entre 835 € et 920 € jusqu'au 30 septembre. Il atteignait 870 € le jour de l'annonce du relèvement à 550 € du prix de l'OPR-RO lancé par Unibel sur les titres Bel.

Le cours a alors progressé jusqu'au 5 octobre 2021 pour atteindre 1 050 €. Il connaît ensuite une baisse jusqu'à l'annonce du recours de BBDE sur l'OPR-RO d'Unibel sur les titres Bel fin décembre 2021, à partir de laquelle il entame une remontée. Il progresse début 2022, avec l'annonce du RO effectif, pour atteindre le 2 février 2022, 1 180 €, son point le plus haut depuis 4 ans (cours de clôture, pré annonce du 16 décembre 2024).

Le cours va ensuite chuter jusqu'à 950 € le 7 mars 2022, avant de remonter à 1 130 € le 3 mai 2022 et connaître quelques variations, entre 985 € et 1060 € jusqu'au 29 juillet 2022, avec les annonces consécutives du rejet du recours concernant l'Offre sur Bel le 13 mai 2022 puis du versement d'un dividende de 9,10 € par action le 18 mai 2022.

Le cours va ensuite baisser progressivement, malgré les annonces des résultats semestriels le 28 juillet 2022 et l'annonce du 1er août 2022 de l'acquisition de 75% de Shandong Junjun Cheese par Bel, et atteint 880 € le 3 octobre 2022.

Le cours évolue, entre 900 € le 16 mars 2023, jour de l'annonce des résultats 2022, et 1 040 € le 4 mars 2024, avant de connaître une tendance baissière et atteindre 795 € le 9 juillet 2024. Il s'établit à 875 € le 25 juillet 2024, jour de l'annonce des résultats semestriels 2024, il baisse à partir de fin août 2024 jusqu'à atteindre 780 € le 22 novembre 2024, son point le plus bas depuis l'annonce de l'OPR-RO fin 2021 (cours de clôture, pré annonce du 16 décembre 2024). Le cours va progresser jusqu'au 16 décembre à 830 €, date de l'annonce de l'Offre à un prix de 980 € par l'Initiateur.

Depuis le 16 décembre 2024, le cours s'est maintenu à un niveau proche du prix initial de l'Offre de 980 € jusqu'au 3 février 2025, puis a dépassé ce prix le 4 février 2025 pour s'établir entre 985 € et 1 000 € en clôture jusqu'au 27 février 2025. Il s'est alors replié à un niveau proche du prix d'Offre de 980 €. Depuis l'annonce du relèvement du prix d'Offre à 1 180 €, le 25 mars 2025, le cours s'est aligné sur ce prix.

<u>Analyse des primes implicites de l'Offre par rapport aux cours de bourse historiques avant l'annonce de l'opération :</u>

Le prix d'Offre de 1 180 euros par action fait ressortir une prime de 42,2% par rapport au cours spot de 830 € le 16 décembre 2024, jour de l'annonce de l'Offre (après cotation de la journée).

Il fait également ressortir des primes par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur les périodes 20 jours et 60 jours de 47% et sur 1 an de 32,6%.

Cours	16/12/2024	Prime / Offre 1180 €
spot	830,00 €	42,2%
20 jours	802,99 €	47,0%
60 jours	802,90 €	47,0%
120 jours	813,38 €	45,1%
1 an	889,77 €	32,6%
2 ans	927,12 €	27,3%
+haut (1 an) *	1 040,00 €	13,5%
+bas (1 an) *	780,00 €	51,3%

** cours de clôture*

Analyse des objectifs de cours des analystes suivant le titre

Unibel ne fait l'objet d'aucun suivi d'analyste.

5 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés dans la note d'information

La banque BNP (ci-après « la banque présentatrice ») a préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Dans le cadre de notre mission, nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés de la banque et de ses équipes en charge de la rédaction des éléments d'appréciation des termes de l'Offre.

5.1 Analyse des méthodes écartées

La banque présentatrice a écarté les méthodes suivantes :

- l'actif net comptable
- l'actualisation des dividendes futurs

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les méthodes écartées.

5.2 Analyse des méthodes retenues

La banque présentatrice évalue Unibel par transparence sur la base de la valeur de Bel. Dans ce cadre, elle évalue cette dernière selon la méthode DCF à titre principal et la méthode des multiples à titre secondaire. Elle ajoute la valeur des autres actifs financiers et déduit la valeur des autres passifs financiers d'Unibel ainsi qu'une capitalisation des frais de holding. A titre indicatif, elle a par ailleurs retenu pour Bel la référence aux transactions intervenues sur le capital de Bel, dans le cadre du FCPE.

La banque présentatrice présente à titre indicatif les transactions intervenues sur le capital d'Unibel au cours des derniers 18 mois, ainsi qu'une analyse du cours de bourse.

Nous n'avons pas de remarque sur cette approche méthodologique. Nous avons mis en œuvre un actif net réévalué, qui s'apparente à l'approche par transparence, sur la base d'une valeur de Bel obtenue selon une méthodologie proche de celle de la banque présentatrice. Nous avons par ailleurs évalué la Société sur la base du prix qui avait été proposé pour les titres Bel dans le cadre de l'OPR-RO déposée sur les titres Bel fin décembre 2021.

<u>Nombre de titres retenus</u>

Le nombre de titres retenu par la banque présentatrice s'établit à 2 291 270 actions pour Unibel, que nous avons également retenu.

Concernant Bel, le nombre de titres retenu par la banque présentatrice s'établit à 71 836 852 actions, après prise en compte de l'autodétention. Nous avons retenu un nombre d'actions de 78 262 965 d'actions et avons traité la boucle d'autocontrôle séparément.

En effet, la banque présentatrice traite la boucle d'autocontrôle dans le nombre d'actions, alors que nous évaluons Unibel par transparence sur la base de la valeur des titres qu'elle détient, par itération successive de la valeur des fonds propres d'Unibel et de Bel telle qu'elle ressort de chaque méthode d'évaluation retenue.

Cette différence méthodologique n'a cependant pas d'impact sur la valeur de l'action Unibel.

Passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres

La banque présentatrice a retenu un passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres de Bel de 1 436 M€ (dette nette) tenant compte notamment :

- des plans We Share pour 55,9 M€, que nous avons pris en compte directement dans le plan d'affaires ;
- du LTI pour 151,6 M€, que nous avons pris en compte directement dans le plan d'affaires ;
- de la dette de location (IFRS 16) pour 304,1 M€, que nous avons pris en compte dans le plan d'affaires en retraitant les charges de location ;
- des actifs / passifs de Sofico, que nous n'avons pas pris en compte car ils sont intégrés dans les actifs et passifs de Bel (Sofico étant consolidée à 100%).

Nous retenons un montant de 950 M€ dans nos travaux.

Ces différences méthodologiques sur le passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres n'ont que peu d'impact sur la valeur de l'action Unibel.

Analyse du cours de bourse

Nous n'avons pas de divergence d'analyse sur le cours de bourse de la Société, que nous retenons à titre secondaire (la banque le retenant à titre indicatif).

La banque présentatrice retient le cours spot et les moyennes de cours sur des périodes allant d'1 à 6 mois. Nous retenons le spot et des moyennes sur des périodes plus courtes de 20 à 60 jours.

Analyse des flux futurs actualisés (DCF) sur Bel (à titre principal)

La banque présentatrice a, comme nous-même, utilisé le plan d'affaires préparé par Bel, et validé selon le process habituel par la gouvernance de Bel et d'Unibel. Elle n'a pas remis à jour l'année 2025 du plan sur la base du budget présenté aux instances de gouvernance en février 2025.

La banque présentatrice a modélisé une extrapolation du plan jusqu'en 2034 pour prendre en compte des investissements complémentaires envisagés par Bel et faire atterrir la croissance à un niveau normatif.

L'extrapolation plus longue réalisée par la banque n'apporte pas de valeur compte tenu du niveau d'investissements pris en compte.

Nous avons extrapolé le plan d'affaires jusqu'en 2031 et n'avons pas pris en compte les investissements supplémentaires, estimant qu'ils devaient être associés à une trajectoire de croissance et de rentabilité qui devait permettre leur recouvrabilité à terme.

La banque a, comme nous, maintenu sur la durée de son extrapolation une marge de ROC (post IFRS 16) jugée normative de 9,3%, en ligne avec la dernière année du plan.

Elle a retenu un taux d'actualisation de 8,68% et un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

Nous avons retenu le même taux de croissance à l'infini et un taux d'actualisation plus faible, à 8%. L'écart de taux d'actualisation est dû à des différences de sources pour les taux de rendement de marché (Bloomberg pour la banque, Fairness Finance dans nos travaux sur la base des derniers taux spot publiés) et à un écart dans le coefficient beta (déterminé sur un échantillon de sociétés comparables différent).

La banque présentatrice aboutit à une valeur centrale de Bel de 27 €.

L'écart avec notre valeur centrale de 35,4 € est essentiellement expliqué par :

- l'écart sur le taux d'actualisation mentionné ci-dessus (environ 5 € par action) ;
- le taux d'IS que la banque a retenu à 33% sur la période d'extrapolation et en normatif, alors que nous avons retenu 27,1% (environ 3 € euros par action) ;
- un niveau d'investissements normatif égal à 4,5% du chiffre d'affaires. Nous avons retenu le niveau attendu en 2029, soit 4,3% du chiffre d'affaires (environ 1 € par action).

<u>Analyse des comparables boursiers sur Bel (à titre secondaire)</u>

La banque présentatrice a constitué un échantillon de sociétés comparables plus large que l'échantillon de trois sociétés que nous avons retenu. Elle a ainsi retenu les sociétés suivantes, que nous avons exclues :

- Savencia que nous avons exclue en raison de la faible rotation de son flottant et de sa marge d'EBIT très inférieure à celle de BEL ;
- Bright Dairy Food, société chinoise absente d'Europe et dont la marge d'EBIT est voisine de celle de Savencia ;
- Meijhi Holding, société japonaise réalisant la majorité de son chiffre d'affaires au Japon et en Asie ;
- Yakult Honsha, société japonaise réalisant 75% de son chiffre d'affaires au Japon et en Asie et très marginalement implantée en Europe.

Le multiple médian ressortant de l'échantillon de la banque présentatrice, pour 2025 (10,5x), est inférieur au multiple moyen de notre échantillon (12,7 x). Pour l'année 2026, le multiple de l'échantillon de la banque présentatrice est de 10,2x comparé à un multiple moyen de 11,6x sur notre échantillon.

La banque présentatrice conclut à des valeurs fondées sur les multiples médians de son échantillon, de 22,5€ pour 2025 et de 27,1 € pour 2026. Notre fourchette de valeurs se fonde sur les multiples moyens (plus favorables) et ressort entre 30,7 € et 35,6 €. Les valeurs que nous retenons sont supérieures aux valeurs obtenues par la banque, en raison principalement du choix de l'échantillon.

Analyse des transactions sur le capital

Nous n'avons pas de différence d'appréciation sur cette référence.

6 Réponse aux courriers reçus d'actionnaires

Nous avons reçu cinq courriers d'actionnaires minoritaires avant le relèvement du prix d'Offre à 1 180 euros et quatre courriers supplémentaires depuis lors (dont trois rédigés par des actionnaires s'étant déjà exprimés avant le relèvement).

Ces courriers abordent 8 thèmes d'évaluation principaux (en caractères bleus ci-après) :

1) Selon 5 courriers, la méthode devant être utilisée est un actif net réévalué (ou une valorisation par transparence) en retenant Bel pour une valeur égale au prix proposé lors de l'OPR-RO, majoré des résultats réalisés depuis lors (ou de la croissance des résultats sur la période). Du fait de la progression significative de l'activité en termes de chiffre d'affaires et de ROC sur cette période, ce calcul devrait aboutir à des valeurs comprises, selon les actionnaires, entre 1 285 euros et 1 500 euros. L'un des actionnaires estime par ailleurs que le prix devrait être majoré à hauteur de la disparition d'une décote qui aurait été observée en 2021 et que le prix corrigé de cette décote pourrait atteindre jusqu'à 1 858 euros. Un autre actionnaire estime que le prix devrait aussi être corrigé de l'effet relutif du rachat à 440€ seulement du quart du capital détenu par Lactalis qui représente près de 40 € par action. Enfin, l'un des actionnaires s'interroge sur la non atteinte par Bel du plan d'affaires présenté lors de l'OPR-RO de 2021, alors que le groupe n'a fait part d'aucun ralentissement de ses résultats ni de « profit warning » depuis lors.

   Notre réponse : Un ANR d'Unibel a bien été mis en œuvre, principalement sur la base d'une évaluation DCF de Bel et, à titre secondaire, sur la base de multiples de comparables boursiers, ainsi que sur celle du prix de 550 euros proposé dans le cadre de l'OPR-RO déposée fin 2021. Ce prix de 550 euros reposait sur une analyse DCF, intégrant donc les résultats futurs attendus, qui aboutissait à une valeur centrale de 516 euros, selon l'expert indépendant mandaté dans le cadre de cette OPR-RO[21].

[21] Cf. Note d'information de Bel en réponse à l'OPR-RO d'Unibel - décembre 2021 - Rapport de l'expert indépendant page 72.

A titre secondaire, des multiples boursiers prospectifs (intégrant donc la performance future attendue) avaient également été appliqués (cf. paragraphe 4.2.2.3 ci-dessus).

Aucune décote n'avait été appliquée pour apprécier le caractère équitable du prix d'OPR-RO fin 2021. Nous avons nous-mêmes déterminé la valeur d'Unibel sur la base de la valeur de Bel sans appliquer aucune décote.

Le prix de 550 euros par action Bel fait aujourd'hui ressortir par transparence, une valeur d'Unibel de 1 189 euros, comme indiqué au paragraphe 4.2.2.3 ci-dessus.[22]

Comme rappelé au paragraphe 4.2.2.3 ci-dessus, les résultats effectivement réalisés par Bel ont été globalement inférieurs à ceux prévus dans le plan d'affaires qui avait servi pour l'évaluation en 2021. Le résultat opérationnel courant (avant charges non récurrentes) de l'année 2024 est ainsi en net retrait par rapport aux prévisions du plan d'affaires de 2021. Il est cependant en légère croissance par rapport à 2023 (254,4 M€ en 2024 vs 250,5 M€ en 2023). Pour rappel, ni Bel ni Unibel ne publient de guidance.

Par ailleurs le marché de l'agroalimentaire a significativement baissé entre début 2022 et aujourd'hui : la capitalisation boursière des sociétés de notre échantillon de comparables a ainsi baissé en moyenne de 22,5%, l'indice Euro Stoxx Food & Beverage a également baissé de 21%. La méthode la plus pertinente permettant d'apprécier effectivement la valeur de Bel aujourd'hui est le DCF mis en œuvre, qui prend en compte à la fois la dette nette (et donc les résultats passés non distribués) et les flux de trésorerie attendus de l'exploitation future de Bel y compris une valeur terminale assise sur un flux normatif raisonnablement ambitieux (cf. analyse DCF au paragraphe 4.2.2.1 ci-avant et comparaison entre plan d'affaires utilisé en 2021 et plan d'affaires utilisé dans nos travaux au paragraphe 4.2.2.3 ci-dessus).

Au global, nous n'avons aucun élément qui pourrait nous permettre de conclure que la valeur de Bel aurait augmenté depuis fin 2021. Au contraire, la non réalisation du plan d'affaires et l'évolution du marché pourrait nous conduire à conclure que la valeur de Bel a diminué depuis lors.

Par ailleurs, la détermination d'un actif net réévalué d'Unibel sur la base des comptes au 31 décembre 2024, permet de prendre en compte les résultats réalisés par Unibel depuis fin 2021.

Enfin, sur la question de la relution permise par le rachat de la participation de Lactalis à un prix de 440 euros (rachat par échange entre d'une part l'activité Leerdammer et d'autre part 23,16% du capital de Bel) : l'OPR-RO étant intervenue après l'opération d'échange, la relution a été prise en compte dans les évaluations de fin 2021 (les actions remises en échange, soit 23,16% du capital de Bel, ont été déduites du nombre d'actions composant le capital de Bel).

[22] L'un des 4 actionnaires nous a fourni le détail de son calcul de prix par transparence, qui aboutirait à une valeur d'Unibel de 1 309 euros en 2021. Ce calcul est fait sur la base d'un nombre d'actions Bel de 6,872 millions, non corrigé des actions d'auto contrôle, notamment celles liées à l'opération de rachat d'actions auprès de Lactalis (environ 1,6 million de titres) et ne tient pas compte de la boucle d'autocontrôle via Sofico (cf. rapport de l'expert indépendant de décembre 2021 - page 61).

2) Trois courriers citent la référence au prix maximum de rachat d'actions propres, qui est voté chaque année lors de l'assemblée générale des actionnaires. Ce prix maximum est passé de 1 300€ en 2021 à 1 500€ en 2024. Certains estiment que cela représente une augmentation de 15% qui est cohérente avec la croissance des résultats, un autre estime que ce prix ne représente que 27% de prime sur le plus haut boursier de 1 180 € (atteint en février 2022) et pourrait être retenu dans le cadre d'un retrait obligatoire.

   Notre réponse : D'une manière générale, le prix maximum fixé par l'assemblée générale annuellement pour le rachat d'actions n'est pas une indication de la valeur de la société. Il est déterminé de manière à laisser une certaine liberté aux dirigeants dans le programme de rachat d'actions (qui porte sur un nombre limité d'actions), le cours maximal est ainsi toujours fixé avec une marge significative par rapport aux cours historiques et / ou attendus[23].

   Concernant l'évolution du prix maximal entre 2021 et 2024, la Société nous a indiqué que celui-ci étant fixé en février, voté en assemblée en mai et applicable jusqu'à l'assemblée suivante (mai N+1), il était déterminé sur la base du cours du mois de février précédant l'assemblée, augmenté de la variation maximale observée sur une période de 15 mois sur un historique de long terme. Par ailleurs, nous rappelons la faible liquidité du titre et le peu de pertinence de son cours.

3) Selon un actionnaire, le groupe détient des marques historiques ou plus récentes, qui ont toujours délivré des croissances et des niveaux de rentabilité tels qu'elles valent à elles seules plus que la valorisation initialement offerte à 980 € par titre. Il estime qu'il conviendrait d'intégrer une valorisation des marques et une approche « somme des parties » dans l'appréciation du caractère équitable du prix d'offre.

   Il estime également que la méthode des DCF devrait constituer une des méthodes prépondérantes retenues, sur la base d'un BP qui met en avant les ambitions de performance du management et qui est officiellement présenté par ce dernier au Directoire et aux actionnaires familiaux du Conseil de Surveillance sans que soit préparé un BP alternatif corrigé à la baisse pour justifier d'un prix plus bas. A défaut, les hypothèses sous-jacentes du prix d'offre se trouveraient en total décalage avec les communiqués de presse positifs publiés jusqu'ici. Là encore, une méthode de DCF, comme régulièrement pratiquée par le groupe, sur la base d'un BP établi à partir de l'année de 2024 et des ambitions de performance durables du groupe doit conduire à une valorisation bien supérieure à 1.500 € par action.

   Notre réponse : La méthode DCF permet de prendre en compte la valeur des marques de Bel sur la base des flux qu'elles permettent de générer.

[23] Par exemple, les autorisations suivantes ont été données (sociétés françaises du secteur agro-alimentaire) :
- Savencia : autorisation jusqu'à 140 € pour un cours au 27 mars 2025 de 59,4€
- Danone : autorisation jusqu'à 85 € pour un cours au 27 mars 2025 de 70,8 €
- LDC : autorisation jusqu'à 100 € pour un cours au 27 mars 2025 de 70,5 €
- Bonduelle : autorisation jusqu'à 60 € pour un cours au 27 mars 2025 de 7,83 €.

Cette méthode est la plus pertinente pour estimer la valeur de marques utilisées dans l'activité (et non mises en licence), car elle permet d'évaluer, au-delà de la valeur des marques, celle de l'exploitation. Un actif net réévalué ne serait à l'inverse pas pertinent s'agissant d'une société qui fabrique et commercialise ses produits.

Nous avons mis en œuvre la méthode DCF sur la base du plan d'affaires Base Case préparé par le management en juillet 2024, retenu par le comité stratégique de Bel et validé par le conseil de surveillance d'Unibel, et du budget établi en décembre 2024, dont le management souligne aujourd'hui le caractère ambitieux, compte tenu des incertitudes de marché actuelles, et notamment des droits de douane récemment annoncés aux Etats-Unis non pris en compte dans ce budget (cf. paragraphe 4.2.2.1 sur la présentation du plan d'affaires).

Nous avons envisagé de mettre en œuvre une approche « somme des parties » en évaluant séparément chacune des activités Fromage et Fruit. Cette évaluation séparée n'aurait cependant pas de portée dans l'analyse DCF, en effet la performance attendue de chacune des activités est bien prise en considération dans les flux du plan d'affaires et en l'absence de sociétés comparables « pure player » de chaque activité, des paramètres financiers similaires auraient été retenus. L'absence de « pure player » coté par activité, disqualifie par ailleurs l'application de multiples de comparables boursiers par activité. Nous n'avons pas non plus trouvé de transaction intervenue récemment sur des sociétés du secteur Fruit ou Produits laitiers. Une évaluation par multiple de transaction ne donnerait en tout état de cause qu'une valeur indicative, Bel nous ayant confirmé n'avoir aucune intention de céder l'une de ses activités, sa stratégie étant d'atteindre une taille critique sur tous ses marchés.

4) Deux actionnaires estiment, l'un, que Danone devrait être inclus dans le panel de comparables et, l'autre, que seules des sociétés internationales à marques fortes peuvent constituer un échantillon représentatif de comparables pertinents (Nestlé, Danone, Kraft, Mondelez, Emmi, Saputo, Glanbia ou encore Yakult).

L'un indique que depuis 2022, les indices boursiers des places françaises et internationales ainsi que les multiples ont progressé et que l'application d'un multiple de 13 à 15 fois à l'Ebitda estimé pour l'activité Fruits de Materne donne une valeur pour cette seule activité supérieure à la valeur (initialement) proposée à 980 euros par action pour Unibel dans son ensemble. En tenant compte de l'ensemble de l'Ebitda du groupe et en distinguant les niveaux de multiples à appliquer séparément aux Ebitda des activités fromagères (entre 9 et 10 fois, sur la base d'une hypothèse raisonnable) et fruitières (entre 13 et 15 fois, sur une même base), la valeur du groupe après soustraction de la dette nette ressort clairement au-dessus de 1 500 € par action.

Trois actionnaires font référence aux opérations sur MOM et sur Leerdammer, qui auraient fait ressortir des multiples de chiffre d'affaires de 2,35 et 2,5 fois les ventes.

Enfin, sont également évoquées par deux actionnaires les valeurs résultant d'éventuelles marques d'intérêts de tiers pour tout ou partie du groupe.

Notre réponse : La méthode des sociétés cotées comparables a été mise en œuvre à titre secondaire en retenant l'échantillon de sociétés les plus comparables, en termes d'activité, de taille et de performance.

Nestlé, Danone, Kraft et Mondelez n'ont pas été retenues en raison de leur taille, de leurs activités plus diversifiées et de leur niveau de rentabilité bien supérieur à celui de Bel (cf. paragraphe 4.2.2.2 ci-dessus).

Les multiples des sociétés de l'échantillon retenu (également retenues par l'expert en 2021) ont baissé de manière significative entre début 2022 et aujourd'hui (de l'ordre de 30%, cf. paragraphe 4.2.2.3 ci-dessus). C'est aussi le cas de l'indice Euro Stoxx Food & Beverage qui a perdu plus de 20% sur la période.

Par ailleurs, il n'existe pas de pure player coté Fromage ou Fruit, et nous n'avons pas trouvé de transaction récente comparable ; une évaluation séparée des deux activités ne peut ainsi être mise en œuvre. Une référence aux multiples d'acquisition de MOM ou de Leerdammer ne serait pas pertinente compte tenu de l'antériorité et de la complexité des transactions (pour MOM : acquisition réalisée en 2016 pour une première tranche de 65% du capital, puis acquisition des minoritaires en 2 étapes ; pour Leerdammer : par échange de titres Bel).

En tout état de cause, ces opérations étaient connues au moment de l'OPR-RO de fin 2021 et ont été analysées par l'expert indépendant qui les a disqualifiées, essentiellement en raison de la complexité des transactions (cf. addendum au rapport de l'expert indépendant en date du 14 décembre 2021) :

- opération d'échange qui ne faisait ressortir qu'une valeur relative ainsi que disynergies engendrées par l'opération Leerdammer,
- antériorité et complexité de la transaction MOM (négociée en 2016 et réalisée en plusieurs étapes toutes liées les unes aux autres) et activité qui ne représentait que 20% du total de l'activité de Bel (25% aujourd'hui, les deux activités étant désormais totalement intégrées en termes d'organisation et de structure[24]).

Enfin, s'il est possible qu'une cession de tout ou partie du groupe à un acteur du secteur pourrait se faire à des niveaux de multiples plus élevés que ceux ressortant de l'analyse des sociétés cotées comparables, compte tenu de synergies attendues par un acquéreur potentiel du secteur, l'Initiateur et la Société nous ont confirmé exclure toute cession du contrôle du groupe et toute cession d'une activité ou d'un actif substantiel. Le Pacte d'actionnaires signé le 16 décembre 2024 témoigne de la volonté de préserver le caractère familial du groupe et d'assurer la stabilité de son contrôle.

La Société nous a indiqué que le groupe évaluait régulièrement les opportunités d'acquisitions ou de cessions qui se présentent, ce qui lui permet de se positionner sur des opportunités de croissance, de diversification et de consolidation du marché, mais qu'à ce jour, il n'existait pas de projet en cours susceptible d'avoir un impact significatif sur le périmètre du groupe. Par ailleurs, il nous a été confirmé que l'objectif stratégique actuel de Bel ne prévoit pas de cessions d'actifs majeurs, ou d'activité, lesquelles compromettraient l'atteinte de la taille critique recherchée par le groupe.

[24] Le rééquilibrage envisagé des activités à part égale (50%/50%) entre Fromage et Fruit est une ambition stratégique à long terme, sans qu'une trajectoire ou un horizon précis aient été définis pour l'atteindre.

5) Deux actionnaires font référence au cours de bourse d'Unibel pour rappeler son illiquidité, l'un indique que le prix proposé devrait représenter les mêmes primes que celles offertes en 2021 (soit 46% sur le dernier cours coté avant annonce, voire même prime de 45,5% sur le plus haut historique) et qu'il conviendrait à tout le moins d'apprécier le prix au regard de moyennes longues de cours (12 mois)

   Notre réponse : L'application sur un cours illiquide de primes observées sur des opérations antérieures ne peut constituer une référence de valeur valide. Au paragraphe 4.4 ci-dessus, figurent les primes offertes par le prix d'Offre par rapport au cours spot et aux moyennes de cours avant annonce, ainsi que par rapport au cours plus haut et plus bas sur 12 mois.

6) Deux actionnaires font référence aux conditions des programmes d'actions gratuites consenties à des dirigeants chez Unibel, aux salariés chez Bel, qui doivent être pris en compte.

   Notre réponse : Nous avons étudié ces programmes au paragraphe 4.2.2.3 ci-dessus.

   Les prix retenus dans le cadre du FCPE (déterminés par un expert) et servant de référence pour les plans LTI s'établissent à 27,1 euros par action Bel, soit un prix de 875 euros par transparence pour Unibel. Ils ne sont pas de nature à remettre en cause le prix proposé pour Unibel dans le cadre de la présente Offre.

7) Un actionnaire indique qu'il convient d'apprécier la valeur de Bel sur la base du ROC avant éléments non récurrents

   Notre réponse : Les multiples boursiers sont effectivement appliqués aux EBIT avant charges non récurrentes. La méthode DCF tient compte des charges non récurrentes prévues dans le plan, et justifiées par le management, dans la mesure où elles seront effectivement décaissées.

8) Un actionnaire fait référence au pacte d'actionnaires dont la signature a déclenché la présente Offre et s'interroge sur la « mécanique optionnelle d'achat au bénéfice des parties en cas de transfert à des membres extérieurs à la famille résultant du décès d'un nouveau concertiste, aux fins de préserver le caractère familial de la détention des parties », et plus généralement, sur la façon dont les actionnaires familiaux pourront bénéficier d'une liquidité de leurs titres après l'opération.

   Notre réponse : Le Pacte d'actionnaires est étudié aux paragraphes 2.1 et 2.2 ci-dessus. Les représentants de l'Initiateur nous ont confirmé par lettre d'affirmation nous avoir communiqué l'intégralité des accords. Les accords communiqués ne font pas état de complément de prix ou de liquidité à des prix supérieurs au prix d'offre.

Autres aspects évoqués dans les courriers des 5 actionnaires minoritaires :

- L'un des actionnaires remarque que Sonia Bonnet-Bernard, signataire de ce rapport, est administratrice et présidente du comité d'audit de Crédit Agricole S.A, l'un des créanciers bancaires importants du groupe Unibel et s'attend à ce que « cette circonstance n'affecte pas l'appréciation de la valeur du groupe par l'expert indépendant. »

  Notre réponse : Le groupe Crédit Agricole est un créancier bancaire significatif de beaucoup de sociétés cotées en France et cette circonstance n'affecte en rien l'appréciation qu'A2EF peut être amenée à porter sur la valeur desdites sociétés.

- Les autres questions concernant notamment la transmission familiale et l'utilisation du dispositif Dutreil ou le caractère « opportun » du pacte permettant un retrait obligatoire[25], ne relèvent pas de notre mission.

[25] Sur la question du Pacte d'actionnaires conclu en décembre 2024, nous observons que l'Initiateur rappelle que son objet premier était d'affirmer clairement l'objectif principal de maintenir le caractère familial du groupe et d'en assurer la transmission aux générations futures. L'Initiateur nous a ainsi indiqué « Cette démarche s'inscrit donc naturellement dans le temps long. Le fait que les familles profitent de cette réconciliation historique, après 22 ans de conflits sur de nombreux aspects, pour mettre en œuvre une offre publique conformément à la réglementation applicable, ne peut donc en aucun cas s'apparenter à une démarche opportuniste dans le seul but de forcer la sortie des minoritaires. Il s'agit au contraire de la conséquence logique d'une mise en concert dont l'objectif principal est de maintenir le caractère familial du Groupe et d'en assurer la transmission aux générations futures. »

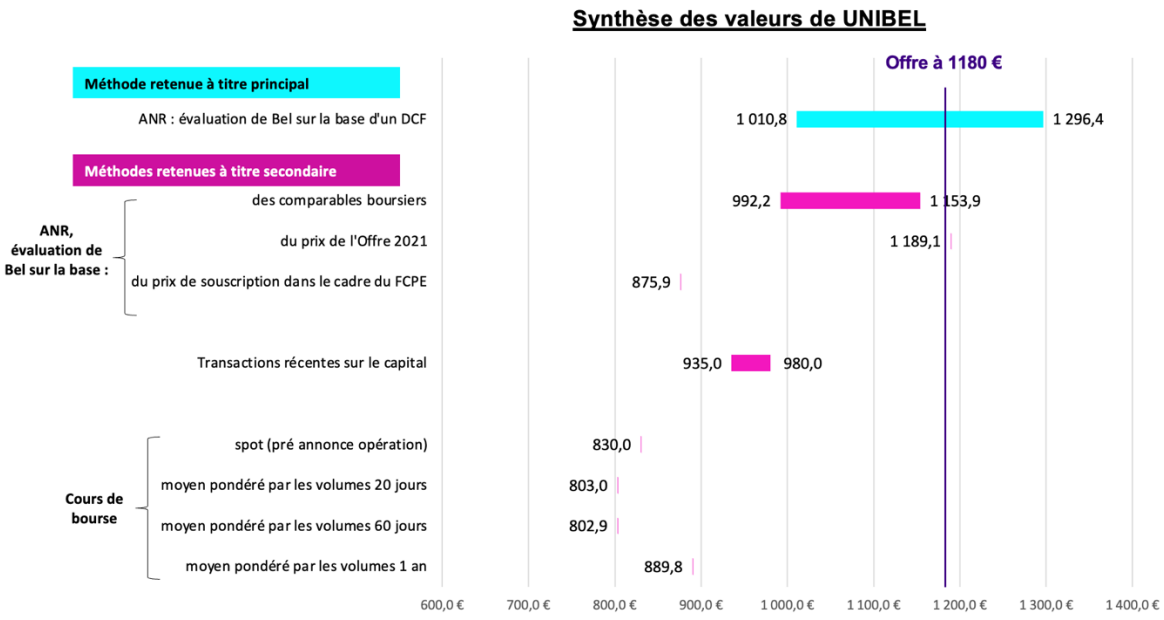
7 Synthèse des travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes

7.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

Le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 1 180 euros par action, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugé pertinentes :

Méthodes	Références	Valorisation en € expert indépendant		Prime / (décote) sur le prix d'Offre 1180 €		Etablissement présentateur		Prime / (décote) sur le prix d'Offre 1180 €	
Méthode retenue à titre principal	ANR : évaluation de Bel sur la base d'un DCF	1 010,8 €	1 296,4 €	16,7%	-9,0%	873 €		35,2%	
A titre seccondaire	**ANR, évaluation de Bel sur la base :**								
	des comparables boursiers	992,2 €	1 153,9 €	18,9%	2,3%	728 €	878 €	62,1%	34,4%
	du prix de l'Offre 2021	1 189,1 €		-0,8%					
	du prix de souscription dans le cadre du FCPE	875,9 €		34,7%		*877 €*		*34,5%*	
	Transactions récentes sur le capital	935,0 €	980,0 €	26,2%	20,4%	*935 €*	*980 €*	*26,2%*	*20,4%*
	Cours de bourse								
	spot (pré annonce opération)	830,0 €		42,2%		*830 €*		*42,2%*	
	moyen pondéré par les volumes 20 jours	803,0 €		47,0%		*803 €*		*47,0%*	
	moyen pondéré par les volumes 60 jours	802,9 €		47,0%		*803 €*		*47,0%*	
	moyen pondéré par les volumes 1 an	889,8 €		32,6%		*890 €*		*32,6%*	

La banque présentatrice présente à titre indicatif les valeurs d'Unibel issues du prix de souscription dans le cadre du FCPE, des transactions récentes sur le capital et le cours de bourse



L'opération de retrait de cote n'est pas susceptible de faire émerger de synergies, autres que la suppression des frais de cotation (de l'ordre de 250 K€ avant impôts par an, soit un impact positif d'environ 1 euro sur la valeur d'Unibel).

7.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

Le Conseil de Surveillance de la Société nous a désignés en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre, sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers, et en particulier des alinéas 261-1 I 1° (la Société étant déjà contrôlée, au sens de l'article L. 233-3, I du Code de commerce, par le Concert avant le lancement de l'Offre), 261-1 I 2° (les dirigeants d'Unibel ayant conclu un accord avec l'Initiateur, susceptible d'affecter leur indépendance), 261-1 I 4° (des accords connexes à l'Offre ayant été signés) et 261-1 II (un retrait obligatoire étant prévu).

Notre Mission consiste à porter une appréciation sur l'équité du prix de 1 180 euros offert par l'Initiateur aux actionnaires de la Société, au regard d'une analyse de la valeur de l'action de cette dernière et à étudier les accords connexes de manière à s'assurer qu'ils ne remettent pas en cause l'équité des conditions de l'Offre.

A titre liminaire, nos travaux ont été arrêtés à la date du 31 mars 2025 et ne prennent pas en compte l'annonce de la mise en œuvre de droits de douane aux Etats-Unis.

Nous observons, à l'issue de nos travaux, que le prix de 1 180 euros proposé par action :

- A titre principal, fait ressortir une prime de 3,3% sur l'actif net réévalué par action calculé en retenant une valeur de Bel déterminée selon la méthode DCF, sur la base d'un plan d'affaires 2025-2029 établi par le management, prenant en compte une croissance moyenne annualisée de 3,5% et une marge opérationnelle courante de 9,3% en fin de plan (intervalle de décote et prime de -9% à 16,7% ressortant de l'analyse de sensibilité) ;
- A titre secondaire, fait ressortir des primes de 2,3% à 18,9% sur l'actif net réévalué par action calculé en retenant une valeur de Bel déterminée par application de multiples de sociétés cotées comparables ;
- A titre secondaire, est sensiblement égal (décote de 0,8%) à l'actif net réévalué par action calculé en retenant une valeur de Bel égale au prix qui avait été proposé dans le cadre de l'OPR-RO déposée fin 2021 sur les titres de Bel. Nous relevons que le prix de Bel qui avait été retenu à cette date était fondé sur une analyse DCF prenant en compte un plan d'affaires qui n'a pas été réalisé, et sur l'application de multiples de sociétés cotées qui ont baissé aujourd'hui[26] ;
- A titre secondaire, fait ressortir une prime de 34,7% sur l'actif net réévalué par action calculé en retenant une valeur de Bel égale au prix de souscription de titres Bel dans le cadre du FCPE ;

[26] Plusieurs actionnaires minoritaires estiment que Bel devrait être retenu pour une valeur égale au prix proposé lors de l'OPR-RO, majoré des résultats réalisés depuis lors. Cette affirmation n'est pas exacte car le prix avait été déterminé sur la base d'une analyse DCF et sur l'application de comparables boursiers, et intégrait donc les résultats futurs attendus. Compte tenu de la non réalisation du plan d'affaires et de la baisse du marché depuis 2021, nous n'avons aucun élément qui pourrait nous permettre de conclure que la valeur de Bel aurait augmenté depuis lors.

- A titre secondaire, offre des primes entre 32,6% et 47% sur les cours de bourse de la Société à la date de l'annonce de l'opération (spot, moyennes 20 jours, 60 jours et 1 an) et des primes entre 20% et 26% par rapport aux prix ressortant de transactions récentes sur le capital d'Unibel ou sur des sociétés familiales détenant des titres Unibel.

Nous avons également analysé les accords connexes à l'Offre (à savoir le Pacte d'actionnaires signé le 16 décembre 2024) qui n'appellent pas de remarque particulière en ce qu'ils ne contiennent aucune clause pouvant s'apparenter à un mécanisme de prix garanti ou de complément de prix, ni de clause susceptible de remettre en cause le caractère équitable des conditions de l'Offre.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix de 1 180 euros par action proposé aux actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de la présente Offre est équitable d'un point de vue financier, y compris dans la perspective du retrait obligatoire envisagé à l'issue de l'OPAS.

Paris, le 15 avril 2025

Sonia Bonnet-Bernard

Annexe 1 - Lettre de mission de la Société

A2EF
60, rue de Longchamp
92200 Neuilly-sur-Seine

Suresnes, le 16 janvier 2025

Objet: Projet d'offre publique d'achat - Désignation de l'expert indépendant

Madame,

Nous vous informons par la présente que, sur proposition du Comité ad hoc, le Conseil de surveillance de la société UNIBEL (ci-après la « Société ») a décidé, lors de sa réunion du 16 janvier 2025, de vous désigner en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire (ci-après « l'Offre ») conformément à l'article 261-1 II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « RGAMF ») que le concert familial envisage de lancer sur les titres de la Société au travers de la société COMPTOIR GENERAL DES FROMAGERS FRANÇAIS (ci-après « l'Initiateur »), selon les termes annoncés dans son communiqué de presse du 16 décembre 2024, au prix de 980 euros par action UNIBEL.

Nous vous informons également que la Société est contrôlée, au sens de l'article L.233-3, I du Code de commerce, par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre (article 261-1 I.1° du RGAMF), que des dirigeants de la société UNIBEL ont conclu un accord avec l'Initiateur, susceptible d'affecter leur indépendance, via le pacte d'actionnaires du 16 décembre 2024 (article 261-1 I. 2° RGAMF) et qu'il existe des accords connexes à l'Offre, à savoir le Pacte d'actionnaires du 16 décembre 2024 (article 261-1 I. 4° RGAMF).

Nous précisons que le Conseil de surveillance a ainsi décidé de désigner le cabinet A2EF, représenté par vous-même, en qualité d'expert indépendant aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, en application des articles 261-1 et suivants du RGAMF.

Les termes et modalités de votre mission seront conformes à ceux que vous avez soumis à la Société dans votre proposition d'intervention.

Nous vous prions d'agréer, Madame, l'assurance de notre considération distinguée.

Monsieur Eric de PONCINS

Président du Directoire

Signé par :
Eric de Poncins
12135CB438DF4C6...

UNIBEL

Société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance
2, allée de Longchamp
92 150 Suresnes – France

Capital social 1 742 679 €
Siren 552 002 578 RCS Nanterre
https://unibel.fr/

Annexe 2 - Présentation de la société A2EF et de l'équipe

Associés en Evaluation et Expertise Financière (A2EF) est une SAS inscrite à l'Ordre des Experts-Comptables, région Paris Ile de France, fondée par Sonia Bonnet-Bernard le 1er mai 2020. Son activité est centrée sur l'évaluation et l'expertise financière.

Les services

- Attestation d'équité : expertise indépendante dans le contexte d'offres publiques réglementées par l'AMF
- Expertise financière dans le contexte d'opérations nécessitant une appréciation de l'équité entre les différentes parties prenantes
- Evaluation financière : titres de société, actifs incorporels, instruments financiers complexes
- Evaluation de sociétés ou d'actifs dans un cadre comptable (IFRS 3, IAS 36) ou fiscal
- Assistance à la résolution de pré-contentieux ou contentieux : évaluation de préjudice, appréciation d'une garantie de passif, détermination d'earn out
- Commissariat aux apports, fusion

Depuis sa création, A2EF est intervenu en qualité d'expert indépendant sur les opérations suivantes :

Date	Cible	Activité	Acquéreur	Banque présentatrice	Type d'opération
juil-20	Mediawan	Audiovisuel	BidCo Breteuil	Société Générale	OPA
nov-20	Anevia	Infrastruc diffusion video	Ateme	Lazard	OPMS / OPAS
avr-21	Filae	Site généalogie	Trudaine Participations	Invest Securities	OPA
mai-21	Financière Agache	Holding LVMH	Agache Participations	CACIB	OPR-RO
juin-21	IDSUD	Holding voyage et énergie	IDSUD	Hottinguer	OPRA
juil-21	Nhoa (Engie EPS)	Stockage d'énergie	Taiwan Cement Corporation	Société Générale	OPAS
sept-21	Filae	Site généalogie	Treehouse Junior Limited	Delubac & Cie	OPAS - RO (prolongement mission)
mai-22	1000mercis	Marketing digital	Positive Ympact	Alantra et Portzamparc	OPAS
avr-23	Bolloré SE	Holding	Bolloré SE	Natixis	OPAS sur ses propres titres
nov-23	Technicolor Creative Studios	Effets visuels	Concert d'actionnaires	Lazard	OPAS - RO
janv-24	SII	Secteur numérique	SII Goes On	Degroof Petercam / CIC / Portzamparc	OPAS
juin-24	Visiativ	Edition logiciels	Alliativ (groupe SNEF)	CIC	OPA

L'équipe

A2EF compte quatre associés dont deux actifs au sein de la société : Sonia Bonnet-Bernard et Gilles Vantelon. A2EF bénéficie de l'appui d'un réseau de partenaires privilégiés composé de professionnels indépendants réputés ayant une expérience significative en évaluation et en expertise financière et une grande proximité de vues avec les associés d'A2EF en raison de leur passé commun de plus de 10 ans chez Ricol Lasteyrie Corporate Finance puis chez EY, et/ou de leur collaboration au sein de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) : Alban Eyssette, Jean-Michel Moinade, Frédéric Passedoit. La qualité des opinions d'A2EF est renforcée par la mise en œuvre systématique d'un contrôle qualité rigoureux, avec l'intervention possible de partenaires externes de grande réputation, Joëlle Lasry ou Pierre Astolfi.

A2EF est membre de l'APEI, association professionnelle reconnue par l'AMF, et Sonia Bonnet-Bernard en est vice-présidente. Les associés et partenaires d'A2EF respectent un code de déontologie fondé sur celui de l'APEI.

Les associés :

Sonia Bonnet-Bernard a débuté sa carrière au sein de cabinets d'audit à Paris, puis à New York. Spécialiste des normes comptables internationales, elle fut ensuite successivement Directrice des relations internationales de l'Ordre des Experts-Comptables, puis Déléguée Générale du Comité Arnaud Bertrand (devenu Département EIP de la CNCC), coordonnant les positions des grands cabinets d'audit au plan français. Sonia a rejoint en 1998 Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'associée gérante en charge notamment des missions d'expertise indépendante, d'évaluation, de conseil comptable et de support au contentieux. Sonia est devenue associée d'EY au sein du département Conseil à la transaction, suite au rapprochement intervenu en 2015 entre Ricol Lasteyrie Corporate Finance et le groupe EY. Elle a quitté EY en 2020 pour créer A2EF. Sonia est diplômée de l'université Paris IX Dauphine en sciences et techniques comptables et financières. Elle est expert-comptable, auditeur de durabilité et expert judiciaire près la Cour d'appel de Paris, administratrice de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) et vice-présidente de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Elle est administratrice et présidente des comités d'audit de Crédit Agricole SA et de CACIB. Elle est également administratrice de Rémy Cointreau et présidente de son comité d'audit.

Gilles Vantelon a commencé sa carrière par 4 ans de conseil en restructuration, il a rejoint Ricol Lasteyrie en 1998 en qualité de manager, en charge notamment de missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Devenu associé en 2008, Gilles est intervenu sur tous types de missions notamment sur de nombreuses attestations d'équité dans un cadre réglementé par l'AMF. Avec l'acquisition de Ricol Lasteyrie Corporate Finance, Gilles a rejoint EY et travaillé trois ans au sein de l'équipe Valuation Modeling & Economics. En 2019, Gilles a créé sa propre structure Acteval Finance dédiée à l'évaluation financière. Il collabore aussi avec la société Ricol Lasteyrie Conseil dans le cadre de missions d'évaluation. Gilles est diplômé de l'université Paris IX Dauphine en sciences économiques. Il est expert-comptable et membre de la SFEV.

A2EF bénéficie en outre de l'appui de partenaires de grande compétence et expertise :

Alban Eyssette (n'est pas intervenu sur le dossier Unibel)
Alban cumule plus de 25 ans d'expérience dans l'analyse financière et l'évaluation d'entreprise. Il a commencé sa carrière en tant qu'analyste financier, puis directeur de la recherche actions dans différentes maisons (BNP, BNP Equities, CCF, Dexia Securities, Aurel-Leven). Il a rejoint Ricol Lasteyrie en 2008, et en est devenu associé en 2009. Durant les 10 années qu'il y a passé, il s'est spécialisé dans les attestations d'équité. Sensible depuis de nombreuses années aux questions touchant au capital immatériel, il a créé une commission sur ce sujet au sein de la Société Française des Analystes Financiers. Il a également siégé au bureau de l'Observatoire de l'Immatériel de 2015 à 2018. En septembre 2018, il a créé Finance & Sens, sa structure de conseil intervenant sur tout sujet ayant trait à la connexion entre éléments financiers et extra-financiers. Depuis juin 2018, il est également en charge de l'analyse éthique et financière pour Ethiea Gestion. Alban intervient en tant qu'enseignant vacataire à l'ISC. Il est diplômé de Toulouse Business School et du DESS 225 de Paris Dauphine.

Jean-Michel Moinade (n'est pas intervenu sur le dossier Unibel)

Jean-Michel a toujours travaillé dans la banque, qu'il s'agisse de financement (au Crédit Lyonnais et à la Chemical Bank jusqu'en 1989), de marché (chez Indosuez et CACIB jusqu'en 2007) ou de banque d'affaires (chez Oddo-BHF jusqu'en 2018). Il a créé Edaniom, une structure de conseil, début 2019. Il s'est spécialisé dans les valorisations complexes et le conseil en gestion des risques. Jean-Michel est diplômé de l'Ecole Polytechnique et de l'Ecole des Ponts et Chaussées.

Frédéric Passedoit

Frédéric a plus de 20 ans d'expérience et a travaillé tout au long de sa carrière aux côtés de dirigeants et d'actionnaires pour leur apporter un savoir-faire indispensable à la prise de décision. Il a débuté sa carrière en cabinet d'expertise comptable et commissariat aux comptes avant de rejoindre Ricol Lasteyrie en 2007, intervenant sur tous types de missions (M&A, évaluation, attestation d'équité, ...). Sa carrière l'a amené à acquérir de multiples compétences sur les aspects comptables, financiers, fiscaux, sociaux et juridiques d'une entreprise. Il a créé en février 2018 sa société de conseil financier Raiz'one.

Pour le contrôle qualité, notamment dans le contexte d'offres publiques, A2EF peut faire intervenir Joëlle Lasry, présidente de Lasry Finance, ou Pierre Astolfi, associé d'Atriom (qui n'est pas intervenu sur le dossier Unibel).

Avant de fonder Lasry Finance, Joëlle Lasry exerçait au sein de Ricol Lasteyrie Corporate Finance dont elle est devenue associée en 2010. Joëlle intervient depuis près de 20 ans sur les métiers de l'évaluation financière dans des contextes transactionnels, fiscaux, de restructuration, à des fins comptables ou dans des contextes contentieux en tant qu'expert de partie. Elle est, par ailleurs, intervenue sur de nombreuses expertises indépendantes requises par le règlement général de l'AMF dans le cadre d'offres publiques. Elle est titulaire d'une Maîtrise de Sciences de Gestion de Paris I Sorbonne. Elle est expert-comptable et expert judiciaire près la Cour d'Appel de Paris. Elle est membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV), du Bureau de la Compagnie des Experts et Conseils financiers (CCEF), de la commission Evaluation du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables et de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Elle participe à différents groupes de travail et publications en matière d'évaluation financière. Elle a été membre élue du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables et a présidé sa Commission des normes professionnelles. Joëlle est administratrice indépendante de la Banque Fédérative du Crédit Mutuel.

Pierre Astolfi (n'est pas intervenu sur le dossier Unibel) a été associé du cabinet Ricol Lasteyrie, cabinet au sein duquel il a participé pendant 6 ans à de nombreuses offres publiques et à de nombreuses opérations d'apport et de fusion impliquant des sociétés cotées. Il est aujourd'hui associé au sein du Cabinet Atriom, en charge du département Évaluation et modélisations financières, où il intervient régulièrement pour le compte de sociétés cotées. Pierre est également Maître de conférences en comptabilité et finance à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, en charge notamment de cours d'évaluation financière. Pierre est diplômé de l'Institut Commercial de Nancy, d'une Maîtrise en droit des affaires et d'un Doctorat en Sciences de Gestion. Il est expert-comptable et commissaire aux comptes, spécialisé en évaluation d'entreprises, et expert judiciaire près la Cour d'Appel de Paris. Il est enfin membre actif de la SFAF (Commission comptabilité et analyse financière) et de la SFEV.

Annexe 3

Programme de travail détaillé, personnes rencontrées, documents reçus, temps passés et honoraires

Programme de travail détaillé

Les travaux réalisés au cours de notre mission ont consisté à :

- Acquérir une bonne connaissance de la situation et des perspectives de la Société, ainsi que du contexte spécifique dans lequel se situe l'Opération :
  - Prise de connaissance des procès-verbaux des réunions des conseils et assemblées générales de Bel et Unibel de 2023 et 2024
  - Etude des comptes sociaux et consolidés de la Société et de Bel
- Etudier les notes d'analyse sur le secteur
- Analyser les accords connexes à l'Offre (Pacte d'actionnaires)
- Mettre en œuvre une méthodologie d'évaluation multicritère
  - Sélection des méthodes
  - Analyse du cours de bourse
  - Etude des transactions intervenues sur le capital de Bel et d'Unibel, et notamment de l'OPR-RO déposée en décembre 2021 sur les titres Bel
  - Etude du plan d'affaires de Bel et mise en œuvre d'une analyse DCF
  - Etude des sociétés cotées comparables à Bel et mise en œuvre d'une évaluation fondée sur les multiples de comparables boursiers
  - Recherche de transactions intervenues récemment dans le secteur
  - Analyse des autres actifs et passifs de la Société et mise en œuvre de l'actif net réévalué
- Apprécier les conditions de l'Offre au regard de la valeur de la Société issue des méthodes mises en œuvre
- Examiner l'évaluation établie par la banque présentatrice
- Rédiger le présent rapport exposant notre opinion sur le caractère équitable des conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre

Nos travaux ont comporté les diligences prévues par l'Instruction n° 2006-08 de l'AMF relative à l'expertise indépendante et par les Recommandations de l'AMF relatives au nouveau régime de l'expertise indépendante, modifiées le 10 février 2020.

Une revue qualité a été conduite par un autre partenaire n'ayant pas participé à la mission.

Calendrier de l'étude, documents reçus et personnes rencontrées

La Société a nommé A2EF en qualité d'expert indépendant le 16 janvier 2025 sur recommandation de son comité ad hoc (cf. lettre de mission de la Société en annexe 1). Nous avons transmis notre lettre de mission à la même date.

Les travaux se sont déroulés du 16 janvier 2025 au 15 avril 2025 :

- 16 - 20 janvier : Réception des documents juridiques et financiers et du plan d'affaires - Réception d'éléments sur la valeur du portefeuille d'actifs financiers d'Unibel
- 21 janvier : Réunion avec le comité adhoc du conseil sur les diligences à accomplir
- 22 - 31 janvier : Réception du Pacte d'actionnaires, d'un premier projet de rapport de la banque présentatrice et d'un projet de comptes consolidés de Bel au 31 décembre 2024
- 25 janvier - 4 février : Analyse approfondie des comptes et plan d'affaires
- 4 février : Entretien avec la direction financière de Bel sur le budget et le plan d'affaires
- 6 février : Entretien avec la banque présentatrice
- 11 février : Entretien avec la direction financière de Bel sur le plan d'affaires
- 14 février : Echanges avec la CEO de Bel sur l'activité et les perspectives
- 18 et 19 février : Entretien avec Antoine Fievet et Eric de Poncins
- 20 février : Réunion avec le comité adhoc du conseil sur les travaux d'évaluation en cours
- 20 - 28 février : Nombreux échanges avec le management de Bel, la Société et le comité adhoc sur le plan d'affaires. Echanges avec la banque présentatrice, réception de son deuxième projet de rapport
- 28 février : Réunion avec le comité adhoc du conseil sur les premières analyses de valeur
- 5 mars : Echanges avec la banque présentatrice
- 6 mars : Réunion avec le comité adhoc du conseil sur les hypothèses structurantes
- 10 - 20 mars : Nombreux échanges avec le management de Bel, la banque présentatrice et le conseil financier de la Société
- 20 mars : Echanges avec le conseil juridique de la Société sur le Pacte d'actionnaires
- 21 mars : Echanges avec la banque présentatrice et le conseil financier de la Société
- 24 mars : Réunion avec le comité adhoc du conseil sur les résultats de nos travaux à date
- 24 mars : Réception du projet de note d'information et du rapport finalisé de la banque présentatrice
- 24 mars - 4 avril : Nombreux échanges avec le management de Bel et la Société
- 8 avril : Transmission d'un projet de rapport au comité ad hoc
- 15 avril : Réunion avec le comité adhoc du conseil sur les résultats définitifs de nos travaux. Transmission du rapport définitif au comité adhoc et au conseil de la Société.

Principaux documents reçus

- Lettre de mission de la Société
- Eléments juridiques et financiers sur la Société

- Pacte d'actionnaires relatif à la Société
- Projet de note d'information et de note en réponse
- Rapport de la banque présentatrice
- Etude Xerfi sur la fabrication des produits laitiers (2024 et mise à jour janvier 2025)
- Comptes consolidés au 31 décembre 2024 de la Société et détail des comptes
- Comptes consolidés de Bel au 31 décembre 2024 et détail de comptes
- Plan d'affaires 2025 – 2029

Principaux interlocuteurs

Unibel, Société :
Florian Sauvin : Président du Conseil de surveillance
Eric de Poncins : Président du Directoire
Charles Lair de La Motte : Directeur Financier Adjoint

Bel, principale filiale :
Antoine Fiévet : Président
Cécile Beliot : CEO
Frédéric Médard : Chief Impact Officer
Jean-Marie Sauvee : Directeur Financier Corporate
Romain Mourot : Group deputy CFO

Conseil juridique de la Société:
Cabinet Linklaters : Pierre Thomet et Julien Bourmaud-Danto

BNP, Banque présentatrice :
Olivier Rinaudo : Managing Director
Louis Bevitori : Directeur M&A
Adam Michel : VP M&A
Paul Saliceti-Meunier : Associate M&A
Tristan Collin : Associate M&A
Maxime Campelli : Analyste M&A

Conseil financier de la Société:
Perella Weinberg : Tanguy Rivière et Mathieu Bourreille

Bases de données et sources financières utilisées

Capital IQ
Fairness Finance
Kroll

Temps passés et honoraires

Sonia Bonnet-Bernard : 400 heures

Gilles Vantelon : 400 heures

Frédéric Passedoit : 400 heures

Peer Review Joëlle Lasry : 50 heures

Soit un total de 1 250 heures.

Nos honoraires se sont élevés à 330 000 euros hors taxes et hors frais.

Annexe 4

Diligences effectuées par la personne en charge de la revue de la qualité du rapport d'expertise

La revue de la qualité du rapport d'expertise a été réalisée par Joëlle Lasry, expert-comptable et commissaire aux comptes (présidente de Lasry Finance), membre de l'APEI.

Déclaration de Joëlle Lasry :

Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

Conformément à l'article 3 II -12 de l'instruction AMF n°2006-08, les principales diligences que nous avons effectuées sont présentées ci-après.

Nous n'avons pas pris part directement à la réalisation de la Mission et avons effectué nos travaux en toute indépendance d'esprit et sans subir aucune pression de l'Expert ni de l'équipe intervenant sur la Mission.

Nous avons été consultés lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de A2EF et sur notre propre indépendance. Au cours de la mission, nous avons eu accès à toute l'information que nous avons estimée nécessaire (dont le modèle d'évaluation) et avons examiné les points de saisine de l'Expert.

Nous nous sommes assurés que les travaux d'expertise ont été réalisés conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application AMF n°2006-08 relative à l'expertise indépendante et de la recommandation AMF n°2006-15.

Nous avons procédé à une revue approfondie du rapport d'expertise et à plusieurs entretiens avec l'Expert afin notamment d'apprécier :

- la cohérence et la pertinence de la méthodologie mise en œuvre ;
- la cohérence entre le contenu du Rapport et l'opinion exprimée dans l'Attestation d'Équité

Joëlle Lasry

ADDENDUM AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
INITIEE PAR UN CONCERT FAMILIAL SUR LES TITRES UNIBEL

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

Rapport de l'expert indépendant

Nous avons remis, le 15 avril 2025, notre rapport sur le prix proposé de 1 180 euros par action Unibel (ci-après « la Société »), dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (OPAS) devant être suivie d'un retrait obligatoire (ci-après « l'Offre »), initiée sur les titres de cette dernière par la société Comptoir Général des Fromagers Français (ci-après « CGFF ») de concert avec les autres membres du Concert qui ont signé le pacte d'actionnaires en date du 16 décembre 2024[1] (ci-après « le Concert » ou « l'Initiateur »).

Depuis la remise de notre rapport, les promesses unilatérales d'achat visées dans notre rapport, au paragraphe 2.2 Pacte d'actionnaires – clauses de liquidité, ont été signées. Nous avons eu accès aux trois promesses signées en date du 28 avril 2025 entre d'une part, CGFF (le promettant) et d'autre part, chaque bénéficiaire : Stéphane Dufort, Clémentine Dufort épouse Costet, et Jean-Thierry Dufort. Ces promesses sont conformes aux projets qui figuraient en annexe du pacte d'actionnaires du 16 décembre 2024. Chaque promesse porte sur un maximum de 10 000 actions (30 000 titres au total pour les 3 promesses, soit 1,3% du capital), à un prix par action égal au prix de l'Offre, soit 1 180 euros. Les promesses sont exerçables pendant un délai de quinze jours ouvrables à compter de la date de mise en œuvre du retrait obligatoire.

Notre conclusion est ainsi inchangée. Ces promesses ne remettent pas en cause l'équité du prix d'Offre.

Par ailleurs, nous avons reçu depuis la signature de notre rapport, plusieurs courriers de deux actionnaires minoritaires qui contestent les points suivants (en bleu) :

- Le fait que l'initiateur ait proposé dans un premier temps un prix de 980 euros avant de le relever à 1 180 euros crée un biais dans la capacité de discernement de l'expert : Conformément à la réglementation, nous avons procédé à une évaluation multicritère indépendante de la Société, pour apprécier le caractère équitable ou non du prix proposé au regard de l'évaluation réalisée. Ces travaux ont été présentés au comité ad hoc du conseil de la Société. Nous n'avons en aucune manière fixé le prix d'offre, c'est l'Initiateur qui a décidé du prix qui devait être offert aux actionnaires minoritaires de la Société. Notre évaluation est présentée en détail dans notre rapport et soumise à la critique des actionnaires, ce qui est de nature à éviter les biais. Par ailleurs, comme la réglementation le prévoit, nos travaux ont été suivis tout au long de la mission par une personne en charge de la revue qualité qui s'assure notamment de la cohérence et de la pertinence de la méthodologie mise en œuvre par l'expert. Cette personne n'a pas participé aux nombreux échanges que nous avons eus avec le management de Bel et celui d'Unibel, ainsi qu'avec le comité adhoc du conseil d'Unibel, afin de conserver un regard critique sur les travaux réalisés. L'ensemble du processus d'expertise permet d'éviter tout biais.

[1] A savoir, selon les termes du Pacte d'actionnaires du 16 décembre 2024 : les Sociétés Familiales (Les Cinéastes Animaliers Associes (CIANAS), la Société Civile R.F.E (RFE), la société Fiévet Frères et la Société Commerciale et Immobilière Française (SCIF)), les Concertistes Familiaux Historiques (personnes physiques de la branche familiale Fievet / Sauvin et les sociétés H.V.F., Octopus, Sequoia, SCP Marsau, Lobster Investment Company et HPFFS), les Nouveaux Concertistes (personnes physiques de la branche familiale Dufort et la société HFBBDE).

- L'endettement financier d'Unibel devrait prendre en compte l'avance de trésorerie d'Unibel à Bel pour un montant de 50 M€. Ce montant a bien été pris en compte dans nos travaux comme indiqué dans notre rapport, en page 14 : « L'endettement financier net s'élève à 72,8 M€ à fin 2024, comprenant un compte courant actif avec Bel de 50,5 M€.» C'est bien ce montant de 72, 8 M€ (intégrant le compte-courant actif avec Bel) qui est pris en compte dans la valeur d'Unibel (cf. paragraphe 4.2.1.3 page 25).

- Les coûts de holding n'auraient pas dû être capitalisés car ils sont refacturés à l'euro l'euro à Bel : ainsi que précisé dans notre rapport en page 22 au paragraphe 4.1 2, les charges capitalisées sont uniquement les charges récurrentes exposées pour la gestion de la Société ne faisant pas l'objet de refacturation à Bel, et dont nous nous sommes assurés qu'elles avaient vocation à perdurer. Ces charges sont de nature juridique et corporate (frais de personnel, honoraires, cf. compte de résultat Unibel page 14 de notre rapport, EBITDA négatif de l'ordre de 6 à 8 M€ entre 2022 et 2024).

- Il faudrait déduire du nombre d'actions Unibel les actions de la Société détenues par Sofico : Ainsi qu'expliqué dans notre rapport au paragraphe 4.2.2 page 26, nous avons pris en compte la valeur de la boucle d'autocontrôle, non pas dans le nombre de titres, mais par itérations successives, pour chaque méthode d'évaluation retenue, des valeurs des fonds propres de Bel et d'Unibel. Nous avons également évalué la boucle d'autocontrôle sur la base des pourcentages d'intérêts économiques en retraitant directement la boucle dans le nombre d'actions pour nous assurer que les deux approches donnaient des résultats similaires.

- L'expert « balaie d'un revers de main » le DCF établi par le précédent expert indépendant lors du retrait de cote de Bel. En particulier en mentionnant un plan d'affaires non atteint : nous avons étudié de manière approfondie le plan d'affaires utilisé à l'époque du retrait de cote de Bel et l'avons comparé aux réalisations jusqu'en 2024 et au nouveau plan d'affaires à compter de 2025 (cf. rapport page 37). Le fait que le plan d'affaires 2021 n'ait pas été réalisé en 2022-2024 n'est pas contradictoire avec le fait que le nouveau plan d'affaires (2025-2029) prévoie des flux importants à terme. Comme indiqué page 37, ce nouveau plan d'affaires conduit à une valeur centrale DCF de 35,4 euros, l'expert précédent parvenait à une valeur de 516 euros, soit 34,4 euros après multiplication du nombre de titres par 15. Par ailleurs, comme nous le mentionnons page 48 : « Pour rappel, ni Bel ni Unibel ne publient de guidance ».

- L'échantillon de sociétés comparables exclut Nestlé, Danone, Kraft et Mondelez, et ne contient que des activités fromagères, alors que Bel a acquis Mom, activités fruitières, sur des multiples bien plus élevés : comme indiqué dans notre rapport (au paragraphe 4.2.2.2), nous n'avons pas écarté les 4 sociétés citées uniquement en considération de leur taille mais aussi de la diversification de leurs activités et de leurs marges d'EBIT très supérieures à celle attendue par le Groupe Bel. Nous n'avons pas non plus retenu Savencia, pourtant beaucoup plus comparable en termes de taille et d'activité, en raison de sa profitabilité faible et de la faible rotation de son flottant. Les 3 sociétés retenues ne sont pas des pure players fromagers : Emmi développe aussi une gamme de desserts industriels et est plus rentable que Bel, Glanbia est aussi présente dans la nutrition sportive sous différentes formes (poudres, barres prêtes à consommer,

aliments de snacking) et est beaucoup plus rentable que Bel, Saputo intervient principalement dans le lait et le fromage mais sa rentabilité est proche de celle de Bel (avec un multiple de valorisation supérieur à 12x pour 2025). Cet échantillon ne paraît pas susceptible de sous-évaluer Bel (qui reste encore à ce stade à 75% dans le fromage). Sur les opérations antérieures concernant MOM, nous y avons répondu dans notre rapport en pages 50 et 51.

- En retenant le prix de 550€ du retrait obligatoire sur Bel et en ajoutant les bénéfices non distribués d'Unibel depuis 2022, on aboutit à un prix plus élevé que le prix d'Offre (1 886 euros par action Unibel dans un premier courrier, corrigé à 1 398 euros dans un deuxième courrier) : le calcul de l'actionnaire est effectué avec un nombre d'actions Bel inexact[2]. Le deuxième courrier, qui corrige un certain nombre d'erreurs contenues dans le premier courrier, cumule l'actif net réévalué[3] hors Bel à fin 2024 avec les résultats non distribués[4] depuis 2022, incluant ainsi ces derniers deux fois dans le calcul. Il prend par ailleurs en compte deux fois la valeur de la boucle d'autocontrôle (au niveau de Bel et au niveau d'Unibel).

  Comme indiqué dans notre rapport, la seule manière d'évaluer correctement Unibel est de faire un actif net réévalué au travers d'une approche multicritère de la valeur de Bel et sur la base des derniers comptes audités (qui par définition tiennent compte des résultats non distribués). Nous avons à titre secondaire (compte tenu de l'antériorité de l'opération et de la baisse des marchés depuis lors) déterminé l'actif net réévalué d'Unibel en retenant Bel pour une valeur de 550 euros par action (paragraphe 4.2.2.3 de notre rapport), ce que tente de faire l'actionnaire minoritaire. La valeur par action d'Unibel ressort alors à 1 189 euros.

- L'offre actuelle valorise les marques prestigieuses du portefeuille Bel à moins d'une fois leur chiffre d'affaires : comme indiqué dans notre rapport en pages 35 et 49-50, le chiffre d'affaires n'est pas un agrégat pertinent pour déterminer un multiple à retenir pour évaluer une société qui fabrique et commercialise ses produits, car il ne prend pas en compte le niveau de rentabilité des sociétés comparées. La valeur des marques de Bel est prise en considération dans la méthode DCF sur la base des flux qu'elles permettent de générer.

- Le taux d'actualisation a été majoré d'une prime de risque pays de manière à diminuer la valeur d'entreprise obtenue : la prime de risque pays permet d'ajuster la prime de risque de marché utilisée (au cas présent déterminée sur un indice français) pour prendre en compte l'exposition géographique du groupe Bel. Pour mémoire, une prime pays avait, conformément à la pratique, également été prise en compte par l'expert indépendant intervenu lors du retrait obligatoire visant les actions de Bel.

[2] Le premier calcul mentionnait un nombre d'actions non corrigé des actions d'auto-contrôle liées à l'opération de rachat d'actions auprès de Lactalis intervenue en 2021, environ 1,6 million de titres, (cf. rapport de l'expert indépendant de décembre 2021 - page 61). Le deuxième calcul ne tient pas compte des autres actions d'auto contrôle.

[3] Sans intégrer de capitalisation de frais de holding, alors que comme indiqué ci-dessus la Société expose des frais récurrents de nature juridique et corporate qui ne sont pas refacturés à Bel (frais de personnel, honoraires).

[4] Avec un montant de dividendes distribués inexact.

- Le taux d'actualisation a été calculé avec un levier de 20% plus faible que celui d'Unibel (plutôt 30%) : le gearing est toujours déterminé sur la base de données de marché, et pas sur les paramètres propres à l'entreprise (pour éviter la prise en compte de situations spécifiques). Au cas particulier, nous l'avons déterminé sur la base de l'échantillon de sociétés comparables retenu pour la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers. Par ailleurs, un gearing de 30% conduirait à un taux de 7,8% et non de 7,5% (le risque, et donc le beta endetté, augmente).

- Le prix maximum de rachat d'actions Unibel sur le marché a été rehaussé de 1425 € à 1 500 € entre 2023 et 2024 : comme indiqué dans notre rapport en page 49 point 2, le prix maximum autorisé pour le rachat d'actions sur le marché n'est pas une référence de valeur de la Société. Au cas particulier, il est déterminé chaque année sur la base du cours de bourse du mois de février précédant l'assemblée générale, augmenté de la variation maximale (en valeur absolue) observée sur une période de 15 mois sur un historique de long terme. Le rehaussement du prix de rachat en 2024 est essentiellement lié à la hausse du cours de bourse entre début février 2023 et début février 2024. Il ne s'agit pas d'une référence de valeur calculée sur la base de méthodes d'évaluation usuelles.

Ces commentaires ne viennent ainsi pas modifier notre conclusion sur le caractère équitable d'un point de vue financier du prix de 1 180 euros par action proposé, y compris dans la perspective du retrait obligatoire envisagé à l'issue de l'OPAS.

Paris, le 14 mai 2025

Sonia Bonnet-Bernard