



A2EF
ASSOCIÉS EN
EVALUATION & EXPERTISE
FINANCIÈRE

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

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 2024¹ (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 ad hoc 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 Associés (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 / Sauvín et les sociétés H.V.F., Octopus, Sequoia, SCP Marsau, Lobster Investment Company et HPPFS), 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 rentabilité 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 inexact². Le deuxième courrier, qui corrige un certain nombre d'erreurs contenues dans le premier courrier, cumule l'actif net réévalué³ hors Bel à fin 2024 avec les résultats non distribués⁴ 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