

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIEE PAR MALTERIES SOUFFLET, filiale de



PRESENTEE PAR



NOTE D'INFORMATION EN REPONSE ETABLIE PAR MALTERIES FRANCO-BELGES



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 (« **AMF** ») a apposé le visa n°18-574 en date du 20 décembre 2018 sur la présente note d'information en réponse. Cette note d'information en réponse a été établie par la société Malteries Franco-Belges et engage la responsabilité de son signataire. 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 du prix ou de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I et II et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Associés en Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

Dans le cas où les actions Malteries Franco-Belges non apportées à l'offre publique d'achat par les actionnaires minoritaires de la société Malteries Franco-Belges ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Malteries Franco-Belges, Malteries Soufflet demandera, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre publique d'achat, conformément aux dispositions des articles L. 433-4, III du code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire moyennant une indemnisation égale au prix de l'offre visant les actions Malteries Franco-Belges non apportées à l'offre, soit 600 euros, coupon attaché.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.malteriesfrancobelges.fr) et peut être obtenus sans frais auprès de :

Malteries Franco-Belges

Quai Sarraill
10400 Nogent-sur-Seine
France

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Malteries Franco-Belges seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF. Un communiqué sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	4
1.1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.2.	CONTEXTE DE L'OFFRE.....	5
1.2.1.	Motifs de l'Offre.....	5
1.2.2.	Contexte de l'Offre.....	5
1.3.	PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	5
1.3.1.	Termes de l'Offre	5
1.3.2.	Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre	6
1.3.3.	Modalités de l'Offre.....	6
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	7
2.1.	COMPOSITION DU CONSEIL.....	7
2.2.	DECISION DU CONSEIL.....	7
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	9
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE SUR LES ACTIONS AUTO-DETENUES	10
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	10
6.	INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ – ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN PERIODE D'OFFRE PUBLIQUE	10
6.1.	Structure et répartition du capital social de la societe	10
6.2.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	10
6.3.	Participations directes ou indirectes dans le capital de la société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce.....	11
6.4.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	11
6.5.	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	11
6.6.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	11
6.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la societe.....	12
6.7.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration.....	12
6.7.2.	Règles applicables à la modification des statuts.....	12
6.8.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	12
6.9.	Accords conclus par la société et prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société 12	
6.10.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés de la societe, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	13
7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	14
8.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	94

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 1° et 237-14 du règlement général de l'AMF, Malteries Soufflet, société par actions simplifiée, au capital de 6.525.000 euros, dont le siège social est situé Quai Sarraïl, 10400 Nogent-sur-Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Troyes sous le numéro 562 880 195 (l'« **Initiateur** »), elle-même contrôlée par les Etablissements J. Soufflet, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 1.103.000 euros, dont le siège est situé Quai Sarraïl 10400 Nogent-sur-Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Troyes sous le numéro 642 880 785, elle-même contrôlée par la famille Soufflet (ci-après ensemble, le « **Groupe Soufflet** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Malteries Franco-Belges, société anonyme au capital de 15.123.000 euros, dont le siège social est situé Quai Sarraïl, 10400 Nogent-sur-Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Troyes sous le numéro 552 121 816 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000030074 et le mnémonique MALT (« **MFB** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions MFB au prix de 600 euros par action coupon attaché¹ (le « **Prix d'Offre** ») payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Cette Offre pourra, le cas échéant, être suivie d'un retrait obligatoire si les actions non présentées à l'Offre ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur ayant indiqué avoir l'intention de demander à l'AMF, dans un délai maximum de 3 mois à l'issue de la clôture de l'Offre, en application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre de 600 euros par action coupon attaché.

A la date des présentes, l'Initiateur détient 456.354 actions représentant 756.867 droits de vote, soit 92,01% du capital et 94,71%² des droits de vote de la Société. Le Groupe Soufflet détient, en ce compris les actions détenues directement par l'Initiateur, 456.664 actions représentant 757.477 droits de vote, soit 92,07% du capital et 94,79% des droits de vote de la Société.

L'Offre vise la totalité des actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur, soit 39.630 actions représentant 42.267 droits de vote, soit 7,99% du capital et 5,29% des droits de vote de la Société.

L'Offre est présentée par Portzamparc Société de Bourse, filiale du Groupe BNP Paribas, (« **Portzamparc** »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre en application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de 25 jours de négociation.

¹ L'Assemblée Générale des actionnaires de la Société du 9 novembre 2018 a approuvé la distribution d'un dividende de 5,89 euros. Ce dividende sera versé après la clôture de l'Offre.

² Sur la base d'un capital composé de 495.984 actions représentant 799.134 droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

1.2. CONTEXTE DE L'OFFRE

1.2.1. Motifs de l'Offre

La faible liquidité du titre de la Société ainsi que la relative complexité des structures juridiques de l'Initiateur ont conduit celui-ci à s'interroger sur l'intérêt de la cotation des actions de la Société.

L'Initiateur a ainsi déposé le 7 novembre 2018 un projet d'offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des actions non-détenues par l'Initiateur.

L'Offre est réalisée suivant la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur détenant la majorité du capital et des droits de vote de la Société.

1.2.2. Contexte de l'Offre

En 1994, le Groupe Soufflet a acquis 90% du capital de la Société Meunière de Gestion et de Participation, contrôlant 51% du capital du groupe Pantin, lui-même contrôlant la Société. Avec cette acquisition, le Groupe Soufflet renforçait sa position de leader dans le secteur du malt.

Le Groupe Soufflet est un groupe familial agroalimentaire français de dimension internationale. Le Groupe Soufflet intervient notamment sur les filières orge, blé, riz et légumes secs, ainsi que dans l'accompagnement des viticulteurs. Sur la filière orge, le Groupe Soufflet est un des principaux acteurs mondiaux avec 27 usines en Europe, en Asie et en Amérique du Sud.

Le Groupe est un des premiers collecteurs de céréales à capitaux familiaux en Europe et est également un acteur significatif sur le marché international des céréales.

1.3. PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

1.3.1. Termes de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre, réalisée selon la procédure simplifiée prévue par les dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 600 euros par action coupon attaché, toutes les actions de la Société visées par l'Offre, telles que décrites au paragraphe 1.3.2 ci-dessous, pendant une période de 25 jours de négociation.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait qu'étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

L'Offre n'est soumise à aucune condition prévoyant la présentation d'un nombre minimum d'actions pour qu'elle ait une suite positive. Par ailleurs, l'Offre n'est pas soumise à une quelconque condition d'obtention d'une autorisation au titre du contrôle des concentrations ou en matière réglementaire.

Portzamparc garantit, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, Portzamparc, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 7 novembre auprès de l'AMF le projet d'Offre et le projet de note d'information sous la forme d'un projet d'offre publique d'achat volontaire.

Retrait obligatoire

Dans le cas où les actions de la Société non présentées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur a annoncé son intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 III du code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre soit de 600 euros par action coupon attaché, étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des actions MFB du compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 95% des droits de vote de la Société, et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, l'Initiateur a annoncé son intention de se réserver la faculté de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivi le cas échéant d'un retrait obligatoire visant les actions qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement, dans les conditions des articles 236-1 et suivants et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions MFB dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par Portzamparc pendant une durée de dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

Radiation des actions du marché réglementé d'Euronext Paris

La note d'information indique que, dans l'hypothèse où il ne mettrait pas en œuvre une procédure de retrait obligatoire, l'Initiateur se réserve également la possibilité de demander à Euronext la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris, si les conditions des règles de marché d'Euronext Paris sont réunies.

1.3.2. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

Comme indiqué au paragraphe 1.1, l'Initiateur détient 456.354 actions représentant 756.867 droits de vote, soit 92,01% du capital et 94,71% des droits de vote de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société, existantes à ce jour et non détenues par l'Initiateur à la date des présentes, soit 39.360 actions représentant 42.267 droits de vote, soit 7,99% du capital et 5,29% des droits de vote de la Société.

1.3.3. Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre, en ce compris le projet de note d'information de l'Initiateur et le projet de note en réponse de la Société, ont été déposés auprès de l'AMF le 7 novembre 2018.

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, le projet de note en réponse est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de la Société, et a été mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur celui de la Société (www.malteriesfrancobelges.fr). En outre, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note en réponse a été diffusé par la Société.

La procédure de présentation et le calendrier de l'Offre sont présentés respectivement à la section 1.3.3.2 et à la section 1.3.4 de la note d'information. Les restrictions relatives à la participation à l'Offre sont décrites à la section 1.3.6 de la note d'information.

Par décision de conformité en date du 20 décembre 2018, l'AMF a déclaré l'Offre conforme, après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a apposé le visa n°18-573 en date du 20 décembre 2018. L'AMF a publié la déclaration de conformité sur son site internet (www.amf-france.org). Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur celui de la Société (www.malteriesfrancobelges.fr) et sera mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

2.1. COMPOSITION DU CONSEIL

Le conseil d'administration de la Société, à la date des présentes, est composé des membres suivants :

- Monsieur Christophe Passelande, Président du Conseil d'Administration, Directeur Général, Directeur de la division Malteries du Groupe Soufflet et Président de l'Initiateur ;
- Monsieur Jean-Michel Soufflet, Président du Directoire de la société Etablissements J. Soufflet ;
- L'Initiateur, la société Malteries Soufflet SAS, représentée par Monsieur Olivier Clyti ;
- La société Etablissements J. Soufflet, représentée par Madame Marie-Ange Mathieu ; et
- Monsieur Laurent Bernasse, administrateur indépendant.

2.2. DECISION DU CONSEIL

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 6 novembre 2018, sous la présidence de Monsieur Christophe Passelande, Président du Conseil d'administration, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et les salariés. Tous les membres étaient présents ou représentés.

Il est précisé que le conseil d'administration a nommé, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le 8 octobre 2018 le cabinet Associés en Finance, représenté par Madame Catherine Meyer, en qualité d'expert indépendant aux fins que ce dernier se prononce sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire.

La réunion du conseil d'administration a été précédée d'échanges intervenus entre M. Laurent Bernasse, membre du comité d'audit de la Société, et l'expert indépendant sur la méthodologie adoptée par celui-ci pour l'analyse multicritères et l'appréciation du Prix d'Offre.

Après en avoir délibéré, les membres du conseil d'administration ont rendu le 6 novembre 2018 l'avis motivé reproduit ci-après, l'avis ayant été rendu à l'unanimité et aucune opinion divergente n'ayant été formulée :

« Après examen des termes de l'Offre tels que figurant dans :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur décrivant notamment les principaux termes et les motifs de l'Offre, le cas échéant suivie d'un retrait obligatoire, les objectifs et intentions de l'Initiateur ainsi que les éléments d'appréciation du prix d'Offre établis par Portzamparc Société de Bourse, établissement présentateur de l'Offre ;
- le rapport en date du 6 novembre 2018 établi par le cabinet Associés en Finance, expert indépendant désigné par le Conseil le 8 octobre 2018 en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF ; et
- le projet de note en réponse de la Société établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF ;

Et après avoir pris acte des motifs et intentions de l'Initiateur figurant dans le projet de note d'information ;

Le Conseil relève que :

- Concernant l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société :
 - L'Offre n'impliquera aucun changement de contrôle dans la mesure où la Société est déjà majoritairement contrôlée par l'Initiateur (qui détient 92,01% du capital et 94,71% des droits de vote à la date des présentes) et, qu'au regard des intentions exprimées par l'Initiateur, l'Offre n'aura donc aucun impact sur la stratégie et la politique industrielle et commerciale de la Société de même qu'elle n'entraînera aucun changement au sein des organes sociaux et de direction ;
- Concernant l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour les actionnaires :
 - L'Initiateur propose aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité et une monétisation immédiates pour l'intégralité de leurs actions, au prix de 600 € par action, pour un titre dont la liquidité en bourse est relativement faible ;
 - Le Prix d'Offre de 600 € par action extériorise une prime de 22,4% par rapport au cours de clôture du 31 octobre 2018 et des primes respectives de 20,4%, 18,4% et 12,9% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 20, 60 et 250 jours, étant précisé que le cours n'a jamais atteint un niveau équivalent au Prix d'Offre de 600 euros par action (le plus haut cours historique s'étant établi à 568 € par action au 13 novembre 2017) depuis le début de sa cotation ;
 - Le Prix d'Offre de 600 € par action extériorise également des primes comprises entre +14,3% et +15,3% par rapport à la valorisation de la Société par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie retenues par l'expert indépendant (correspondant à des valeurs par action comprises entre 525 euros et 520,6 euros), étant précisé que le Prix d'Offre reste dans tous les cas supérieur aux valorisations les plus élevées obtenues en fonction des tests de sensibilité effectués par l'expert indépendant (selon les variations du taux d'actualisation, de la marge à long terme ou de la croissance du chiffre d'affaires à long terme) ;
 - Le Prix d'Offre extériorise enfin une prime de +15,1% par rapport à la méthode de valorisation par les multiples de sociétés comparables présentée à titre indicatif par l'expert indépendant ;

- L'expert indépendant, au regard du niveau significatif des primes constatées, a conclu au caractère équitable des termes et conditions de l'Offre pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cadre de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.
- Dans l'hypothèse où les actions de la Société non apportées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire, ce qui permettrait de simplifier le fonctionnement de la Société, l'expert indépendant ayant relevé que le Prix d'Offre de 600 € par action est équitable y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.
- Concernant l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour les salariés :
 - Le Conseil prend acte que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et que de ce fait l'Offre n'aura pas d'incidence sur la politique de la Société en matière d'emploi.

Après en avoir délibéré et au vu de ce qui précède, le Conseil, à l'unanimité :

- considère que le projet d'Offre le cas échéant suivie d'un retrait obligatoire est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- approuve le projet d'Offre tel que décrit dans le projet de note d'information de l'Initiateur et décide d'émettre un avis favorable à l'Offre ;
- approuve le projet de note en réponse établi par la Société ;
- recommande aux actionnaires qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre, étant précisé que les actions non apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur si le retrait obligatoire peut être mis en œuvre.

confère en tant que de besoin tous pouvoirs au Président et Directeur Général, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet de finaliser la documentation d'offre et notamment le projet de note en réponse et la note relative aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société, de signer tout document relatif au projet de note en et plus généralement de signer tous documents, attestations et actes et accomplir toutes formalités requis(es) dans le cadre de l'Offre et du retrait obligatoire. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 6° du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration, lors de la réunion du 6 novembre 2018, ont fait part de leur intention d'apporter leurs actions à l'Offre comme suit :

Membres du Conseil d'administration	Nombre d'actions détenues	Actions apportées à l'Offre
Malteries Soufflet	456.354	Non applicable
ETS J. Soufflet	50	50
Monsieur Jean-Michel Soufflet	50	50
Monsieur Christophe Passelande (*)	50	50
Monsieur Laurent Bernasse	0	Non applicable

(*) Actions détenues au titre d'un prêt d'actions consenti par l'Initiateur (i.e. les actions prêtées seront restituées à l'Initiateur dans le cadre de l'Offre).

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE SUR LES ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date des présentes, la Société ne détient aucune de ses propres actions.

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

La Société n'a pas connaissance d'accords liés à l'Offre ou qui seraient susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

6. INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ – ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN PERIODE D'OFFRE PUBLIQUE

6.1. STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL SOCIAL DE LA SOCIETE

A la date de la présente note en réponse, le capital social de la Société s'élève à 15.123.000 € et est divisé en 495.984 actions, intégralement libérées de même catégorie, réparties comme suit :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Malteries Soufflet	456 354	92,01%	756 867	94,71%
ETS J. Soufflet (1)	50	0,01%	100	0,01%
Soufflet Agriculture (2)	50	0,01%	100	0,01%
Moulins Soufflet (3)	60	0,01%	110	0,01%
Michel Soufflet	50	0,01%	100	0,01%
Jean-Michel Soufflet	50	0,01%	100	0,01%
Actions prêtées aux membres du CA (*)	50	0,01%	100	0,01%
Total Groupe Soufflet	456 664	92,07%	757 477	94,79%
Public	39 320	7,93%	41 657	5,21%
TOTAL	495 984	100,00%	799 134	100,00%

Notes : (1) ETS J. Soufflet est détenu à 100 % par la famille SOUFFLET ; (2) Soufflet Agriculture est détenu à 100 % par ETS J.SOUFFLET ; (3) Moulins Soufflet est détenue à 99,77 % par la famille SOUFFLET. (*) CA : Conseil d'Administration.

À la date de la présente note en réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre 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, autres que les actions existantes de la Société.

Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société.

6.2. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS ET CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

L'article 7 des statuts impose une obligation de déclaration de franchissement de seuils supplémentaire, à tout actionnaire d'informer la Société du nombre total d'actions détenues chaque fois qu'il franchit, directement ou indirectement, un seuil correspondant à deux pour cent (2 %) du capital, et ce dans un délai de cinq (5) jours à compter de l'inscription en compte desdites actions, cette déclaration devant être renouvelée à chaque fois qu'un nouveau seuil de deux pour cent (2 %) est franchi.

En cas de non-respect de cette obligation supplémentaire d'information prévue par les statuts, à la demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble au moins 5 % du capital, les actions qui excèdent la fraction qui aurait dû être déclarée pourront être privées du droit de vote jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification non effectuée.

A la date de la présente note en réponse, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5 % de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

6.3. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE

À la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, le capital social est réparti comme indiqué au paragraphe 6.1 ci-dessus.

La Société n'a pas connaissance d'opération la concernant ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil(s) ou d'une déclaration d'opération sur titres depuis le début de l'exercice social en cours.

6.4. LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux.

6.5. MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL

La Société n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel dans lequel des droits de contrôle ne sont pas exercés par le personnel.

6.6. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAENER DES RESTRICTIONS AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

La Société n'a connaissance, à la date de la présente note en réponse, d'aucun accord susceptible d'entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

6.7. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE

6.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et de la direction générale sont fixées par les dispositions légales et les stipulations des articles 10 et 14 statuts de la Société.

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de cinq (5) membres à dix-huit (18) membres. La durée des fonctions des administrateurs est de six (6) années et ils sont rééligibles.

Le mandat des administrateurs prend automatiquement fin à la date de l'assemblée générale ordinaire tenue dans l'année au cours de laquelle ils atteignent l'âge de 85 ans.

Les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale des actionnaires dans les conditions fixées par la loi.

6.7.2. Règles applicables à la modification des statuts

Les règles applicables à la modification des statuts de la Société sont celles prévues par la loi et les règlements en vigueur.

6.8. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D'ACTIONS

Conformément à l'article 12 des statuts de la Société, le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. A ce titre, chaque administrateur reçoit toutes informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et peut se faire communiquer tous les documents qu'il estime utiles.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration ne dispose, à la date de la présente note en réponse, d'aucune délégation.

6.9. ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE ET PRENANT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord conclu par la Société qui serait modifié ou prendrait fin en cas de changement de contrôle de la Société.

Il est précisé que l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société, celle-ci étant déjà contrôlée par l'Initiateur.

6.10. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIES DE LA SOCIETE, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

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

7. **RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT**

**Expertise indépendante d'Associés en Finance sur le caractère
équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat
Simplifiée, suivie d'un éventuel retrait obligatoire, initiée par
Malteries Soufflet sur l'ensemble des actions de Malteries Franco-
Belges**

Rapport au 6 novembre 2018, sur la base des cours au 31 octobre 2018
Addendum au 12 décembre 2018

SOMMAIRE

I.	Mission, contexte et moyens	4
II.	Malteries Franco-Belges : présentation, analyse et stratégie	6
II.A.	Actionnariat et organigramme	6
II.A.1.	Actionnariat avant l'opération	6
II.A.2.	Organigramme.....	7
II.B.	Les activités des Malteries Franco-Belges	8
II.B.1.	Présentation	8
II.B.2.	Activités de MFB : la transformation de l'orge en malt.....	8
II.C.	Marché et perspectives	10
II.C.1.	Les marchés sous-jacents en amont : le marché de l'orge	10
II.C.2.	Les marchés sous-jacents en aval : le marché de la bière	12
II.C.3.	L'environnement concurrentiel de la filière « malterie ».....	18
II.D.	Fondamentaux de l'environnement opérationnel	20
II.E.	Analyse financière de MFB.....	26
II.E.1.	Analyse du compte de résultat	27
II.E.2.	Analyse du bilan	29
II.E.3.	Analyse du tableau de flux	31
II.F.	Analyse financière de CIM (participation de MFB).....	32
II.F.1.	Analyse du compte de résultat	32
II.F.2.	Analyse du bilan	34
III.	Evaluation des Malteries Franco-Belges et analyse de l'Offre	35
III.A.	Accords entre les parties.....	35
III.B.	Méthodes de valorisation écartées.....	35
III.C.	Méthodes de valorisation retenues	37
III.C.1.	Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	37
III.C.2.	Examen du cours de bourse.....	38
III.C.3.	Méthode d'actualisation des flux de trésorerie	43
III.C.3.a.	Méthodologie.....	43
III.C.3.b.	Estimation des flux prévisionnels	44
III.C.3.c.	Taux d'actualisation	46
III.C.3.d.	Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie....	49
III.C.3.e.	Analyse de sensibilité de la valorisation	50
IV.	Analyse des travaux de la banque présentatrice.....	52
IV.A.	Les méthodes écartées	52

IV.B. Les méthodes retenues	52
IV.B.1. Eléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres	53
IV.B.2. La méthode des comparables boursiers	53
IV.B.3. Analyse des cours de bourse	53
IV.B.4. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels.....	54
IV.B.5. Synthèse.....	56
V. Conclusion d'Associés en Finance	57
VI. Addendum au 12 décembre 2018	59
VII. Annexe 1 : Présentation de l'expert	70
VIII. Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®	75
VIII.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres	75
VIII.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital	77
IX. Annexe 3 : Caractéristiques opérationnelles des comparables boursiers (méthode considérée à titre indicatif)	79

I. Mission, contexte et moyens

Contexte

Malteries Franco-Belges (ci-après « **MFB** » ou « **la Société** ») est une société française spécialisée dans la malterie. Le groupe Soufflet (ci-après « **le Groupe** ») est un groupe familial agroalimentaire français de dimension internationale.

En juillet 1994, le Groupe a acquis le contrôle de Groupe Pantin auprès de la famille Haegel et lancé le mois suivant une triple offre sur les titres Groupe Pantin, Malteries Franco-Belges et Française de Meunerie. La détention du capital des Malteries Franco-Belges a ultérieurement été ré-organisée au sein du groupe Soufflet lors d'opérations capitalistiques menées en 2002 et 2003, en particulier lors des offres publiques initiées sur les filiales du groupe Soufflet, Groupe Pantin et Française de Meunerie. Le capital des Malteries Franco-Belges est aujourd'hui très majoritairement contrôlé (à près de 92%) indirectement par le groupe Soufflet via sa filiale Malteries Soufflet.

Dans un souci d'optimisation des coûts et des structures du groupe, et compte tenu de la très faible liquidité en bourse de la Société, le groupe Soufflet via Malteries Soufflet (ci-après « **L'initiateur de l'Offre** » ou « **L'initiateur** ») envisage de lancer une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **OPAS** ») en numéraire afin d'acquérir sur le solde du capital de la Société, suivie d'un éventuel retrait obligatoire. Malteries Franco-Belges est cotée sur le compartiment B d'Euronext Paris. Cette transaction sera réalisée sur la base d'un prix de 600 € par action

A l'issue de l'OPAS, si Malteries Soufflet franchit le seuil de détention de 95% du capital de MFB, l'initiateur de l'Offre se réserve le droit de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

Mission d'Associés en Finance

Le 8 octobre 2018, le Conseil d'Administration de MFB a désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 (I et II) du Règlement Général (ci-après « **le RG** »), de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **l'AMF** »). L'article 261-1 I prévoit la nomination d'un expert pour attester du caractère équitable d'une offre publique « ue l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que l'Initiateur de l'offre détient déjà le contrôle de MFB (article 261.1.I alinéa 1 du RG) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire pourrait être mise en œuvre (article 261.1.II du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Malteries Soufflet sur la totalité des actions existantes non détenues par le Groupe, soit un nombre maximum de 39 630 actions représentant 7,99% du capital de la Société, au prix unitaire de 600 € par action payable en numéraire (ci-après « **l'Offre** »).

Indépendance

Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflits d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ainsi, Associés en Finance et ses salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la Société ou de ses filiales au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance. Pour information, la seule opération au cours des dix-huit derniers mois, au titre de laquelle Associés en Finance était expert indépendant, et dont Portzamparc était établissement présentateur, était l'offre publique d'achat simplifiée initiée en 2018 par GDF International sur EPS ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter son indépendance.

Avertissement

Les informations utilisées pour la réalisation de nos travaux ont soit été fournies par MFB et ses conseils, soit étaient publiques.

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de MFB, et de leurs filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont MFB ou ses filiales pourraient faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans qu'Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Le présent rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires de MFB quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de MFB du 8 octobre 2018, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 8 octobre 2018 au 6 novembre 2018. Le présent rapport a été établi sur la base des cours au 31 octobre 2018.

II. Malteries Franco-Belges : présentation, analyse et stratégie

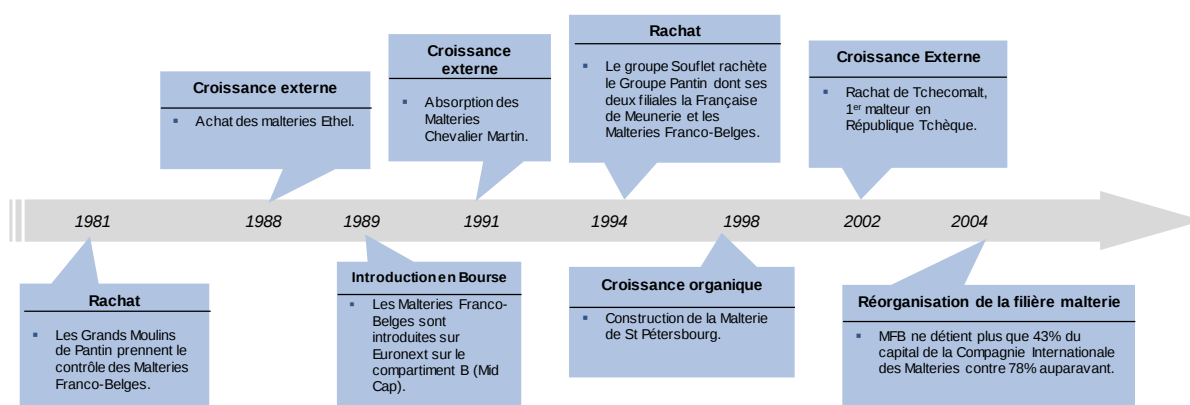
Malteries Franco-Belges est une société industrielle agro-alimentaire française. Elle est spécialisée dans la transformation d'orge en malt. MFB bénéficie de l'accès en amont à la filière orge du Groupe Soufflet. La société fournit principalement des brasseurs français, européens et asiatiques.

En 1994, le groupe Soufflet fait l'acquisition du groupe familial Pantin, à l'époque numéro deux français de la production de farine avec sa filiale *Grands Moulins de Corbeil* et de malt avec sa filiale *Malteries Franco-Belges*. Depuis l'acquisition de MFB, le groupe familial Soufflet est le leader mondial des producteurs indépendants de malt (hors brasseurs-malteurs) avec une capacité de production supérieure à 2,2 millions de tonnes de malt dans le monde, réparties sur 27 malteries dans 12 pays différents.

Aujourd'hui, MFB est un acteur essentiel de l'activité de malterie du Groupe Soufflet et compte 105 salariés. Les plus gros brasseurs mondiaux (ABInBev, Heineken, Asahi, Molson et Carlsberg) font partie du portefeuille de clients de MFB.

Les Malteries Franco-Belges sont cotées sur le compartiment B de Euronext de la bourse de Paris.

Figure 1
Historique et étapes clés du développement de MFB depuis sa création



Sources : Groupe Soufflet, MFB

II.A. Actionnariat et organigramme

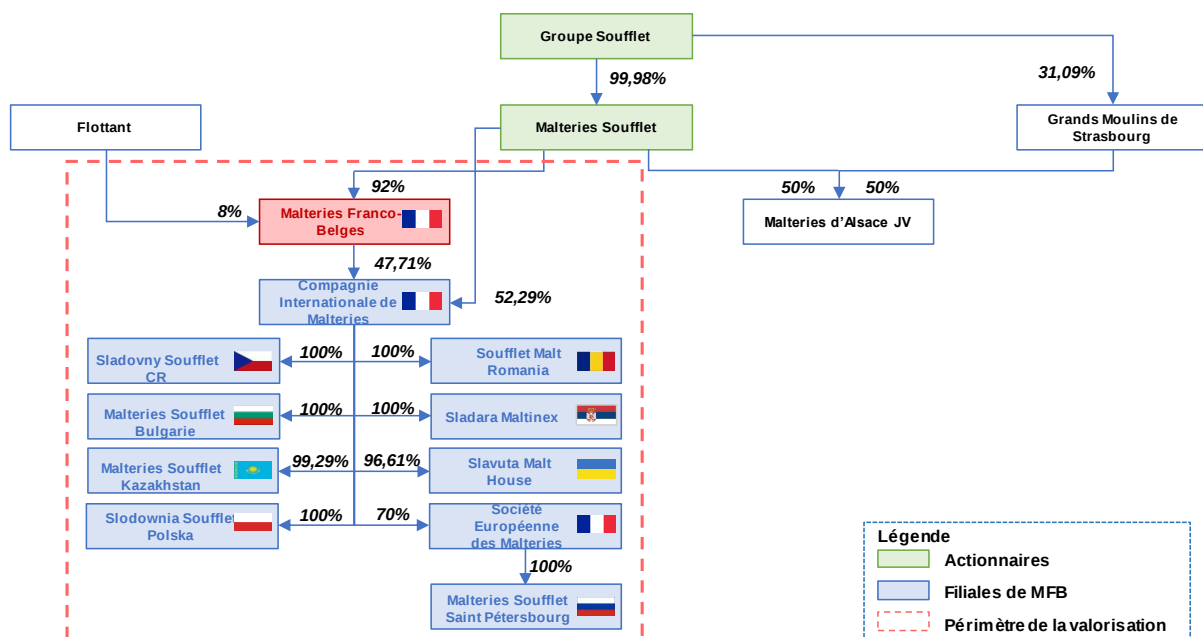
II.A.1. Actionnariat avant l'opération

L'actionnariat des Malteries Franco-Belges est majoritairement détenu par le groupe Soufflet via les Malteries Soufflet (92,01%) et par la famille ou le groupe Soufflet. La présente Offre vise la part du capital non détenu par Malteries Soufflet (soit 7,99%).

Entité	Pourcentage
Malteries Soufflet	92,01%
Public	7,93%
Autres entités du groupe et famille Soufflet	0,06%

Secteur	Pourcentage
Malteries Soufflet	94,71%
Public	5,21%
Autres entités du groupe et famille Soufflet	0,08%

II.A.2. Organigramme



Aujourd'hui, les activités de malteries du groupe Soufflet sont assurées par plusieurs sociétés dont la holding faitière est sa filiale Malteries Soufflet. Cette entité détient 92% du capital de MFB d'une part, et contrôle, d'autre part, 50% du capital de la Société des Malteries d'Alsace.

II.B. Les activités des Malteries Franco-Belges

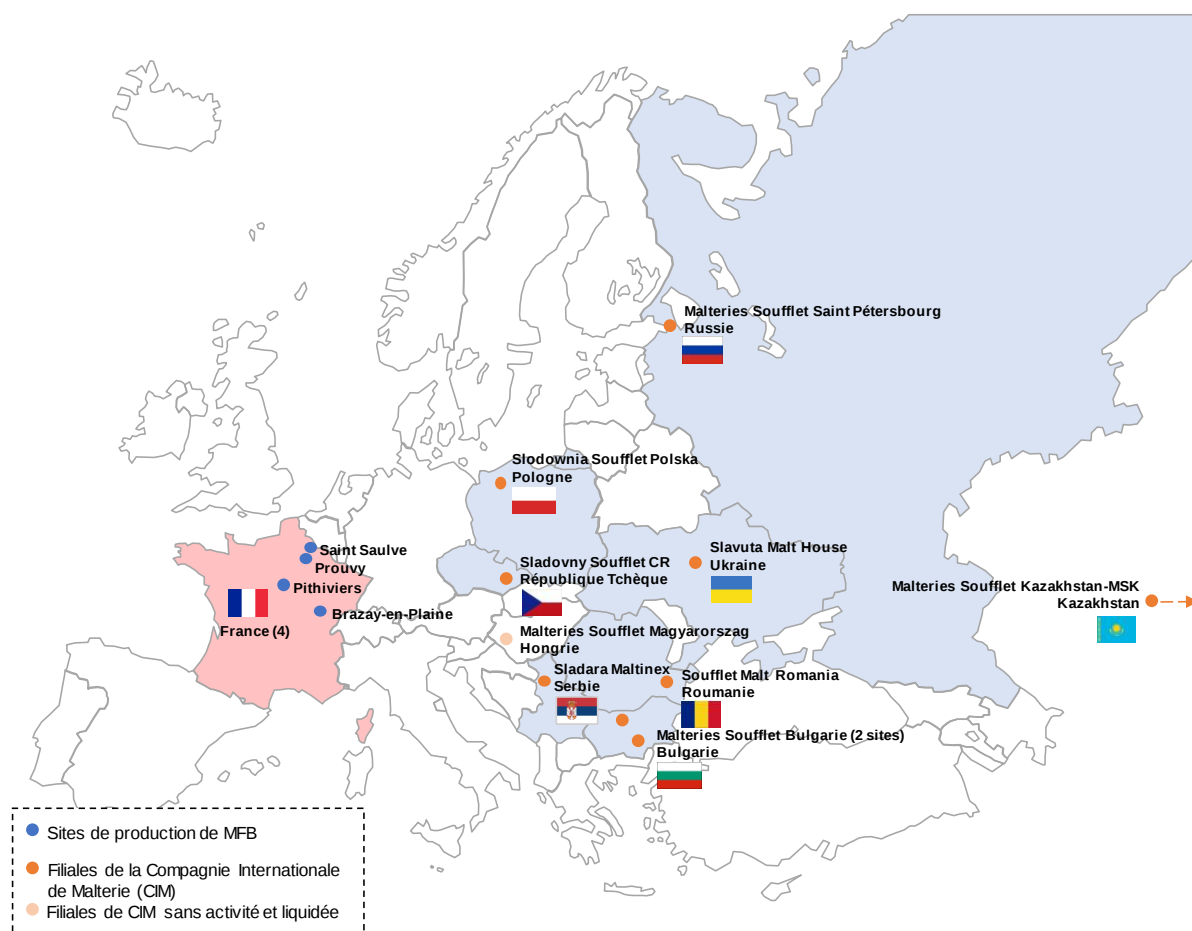
II.B.1. Présentation

La société des Malteries Franco-Belges est uniquement implantée en France et exploite 4 malteries à Pithiviers (département 45), Prouvy (59), Brazey-en-Plaine (21) et Saint Saulve (59).

MFB est de plus actionnaire à hauteur de 47,71% de la société Compagnie Internationale de Malteries (ci-après « **CIM** »), le solde du capital (52,29%) étant détenu par Malteries Soufflet. La société CIM est mise en équivalence dans les résultats de MFB. CIM porte les investissements de malterie du groupe Soufflet en Europe de l'Est et possède 13 malteries en activité réparties en Pologne, République Tchèque (5 malteries), Serbie, Roumanie, Russie, Ukraine, Kazakhstan et deux en Bulgarie. La filiale hongroise Malteries Soufflet Magyarország a cessé son activité et a été liquidée en 2016.

MFB possède également 10,3% de la société Secobra, spécialisée dans la recherche et le développement de variétés sur les orges brassicoles ainsi que dans la sélection de céréales.

Figure 5
Présence européenne des Malteries Franco-Belges et de la Compagnie Internationale de Malteries (CIM)



Source : Malteries Franco-Belges

II.B.2. Activités de MFB : la transformation de l'orge en malt

Le malt résulte de la transformation de l'orge et est utilisé dans le processus de fabrication de la bière.

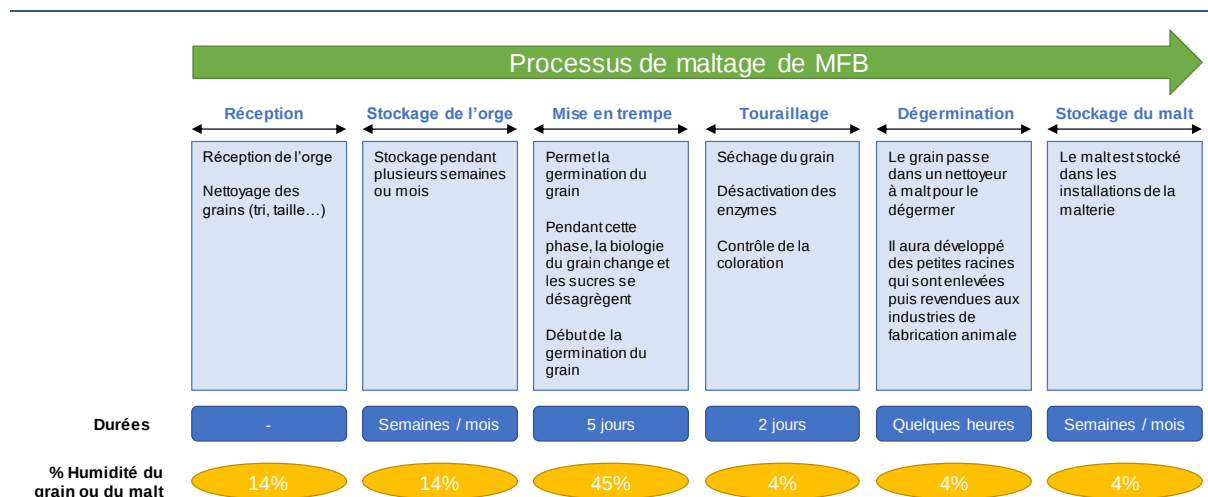
L'approvisionnement en orge de brasserie se fait par l'intermédiaire du collecteur du groupe Soufflet qui centralise l'orge récoltée par les agriculteurs pour la redistribuer aux différentes malteries du groupe.

Il existe différents types de malts qui se différencient par la durée du séchage des grains. MFB pratique la transformation de l'orge en deux catégories de malt : principalement le malt pilsen et dans de plus faibles quantités le malt torréfié. Le premier s'utilise dans la conception de bières blondes et le second permet la fabrication de bières premiums. Des installations spécifiques sont nécessaires pour la transformation d'orge en malt torréfié et MFB en exploite une en France et deux autres via CIM en République Tchèque et en Russie (en cours de construction).

Il est à noter que MFB et CIM pratiquent un maltage uniquement utilisable pour le brassage, destiné à la bière (et non au whisky).

Le processus de maltage est entièrement réalisé par chaque malterie et dure environ 9 à 12 jours pour les types de malts produits par MFB.

Figure 6
Déroulement du processus de maltage



Source : MFB

Après le stockage du malt par MFB, le Groupe Soufflet est en charge de l'ensemble de la chaîne logistique de transport et de distribution du malt aux brasseurs.

La tonne de malt s'échange actuellement entre 350€ et 380€ et les clients finaux de MFB sont des brasseurs internationaux, des brasseurs locaux ou des microbrasseurs. AB Inbev, Heineken, Carlsberg, Molson et Asahi sont les cinq plus gros clients de MFB et représentent environ 50% du chiffre d'affaires annuel de Malteries Franco-Belges. Avec eux, MFB négocie des *Long-Term Agreements (LTA)* : ce sont des contrats de vente sur des durées de 3 à 5 ans, qui permettent à MFB d'avoir une meilleure visibilité sur ses ventes futures et qui assurent aux brasseurs leur approvisionnement futur en malt.

Tous les contrats de vente sont négociés au niveau du Groupe Soufflet (sauf pour certains contrats spécifiques) puis ils sont signés localement, au niveau de chaque malterie.

En plus de la transformation et vente du malt, MFB procède à la commercialisation des radicelles (petites racines) qui sont extraites du malt lors de la dernière étape du maltage. Elles sont destinées à l'industrie de l'alimentation animale et sont vendues environ 120€ la tonne. Cette activité représente environ 4% du chiffre d'affaires de MFB.

II.C. Marché et perspectives

L'activité des Malteries Franco-Belges est directement corrélée, en amont, au marché de l'orge et, en aval, au marché de la bière, puisque l'orge est le principal ingrédient permettant le processus de production de bière. Il faut 1,2 kg d'orge pour produire 1 kg de malt et 14 kg de malt sont nécessaires à l'obtention de 1000 litres de bière (en moyenne).

II.C.1. Les marchés sous-jacents en amont : le marché de l'orge

L'orge est une céréale cultivée principalement dans les zones tempérées. Au niveau mondial, l'orge est utilisée dans l'alimentation animale (55% à 60%), la production de malt (30% à 40%), l'alimentation humaine (2 à 3%) et la production de semences (5%).

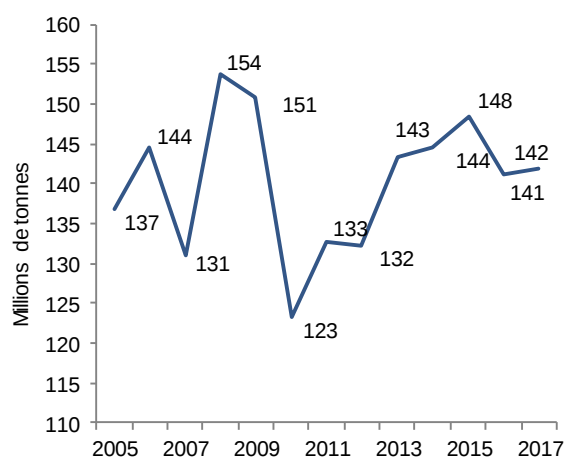
L'orge utilisée pour la fabrication de la bière est l'orge dite brassicole (par opposition à l'orge fourragère). La proportion d'orge brassicole par rapport à l'orge fourragère diffère beaucoup entre les pays : elle est par exemple très élevée en Argentine mais faible en Russie ou en Ukraine. Ainsi, la Russie, malgré une production d'orge record en 2017 de 20 millions de tonnes, produit à peine de quoi satisfaire sa consommation intérieure en orge brassicole.

En 2017, la production mondiale d'orge brassicole s'élevait à 26 millions de tonnes. L'Europe est, de loin, le premier producteur et consacre 20 % de sa production d'orge à la qualité brassicole (cf. Figure 8).

Deux types d'orge sont utilisés pour la production de malt : les orges d'hiver brassicoles et les orges de printemps brassicoles. Les orges d'hiver brassicoles peuvent résister au froid et sont semées en octobre ou novembre. Elles sont principalement utilisées dans la production de malt bon marché. Les orges brassicoles de printemps, semées entre février et avril, sont plus sensibles aux conditions climatiques. Cette orge est idéale pour le brassage car elle a une faible teneur en protéines, sa germination est rapide et elle permet un rendement en malt élevé. Les deux types d'orge brassicole sont récoltés entre les mois de juin et d'août.

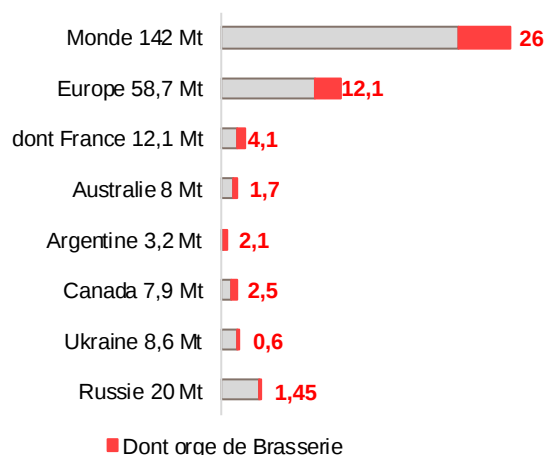
Comme c'est le cas de toute matière première agricole, la production annuelle d'orge est très dépendante des conditions météorologiques dans ses régions de production (cf. Figure 7), ce qui impacte également son prix de vente, qui varie fortement d'une campagne agricole à l'autre, comme illustré dans la Figure 9.

Figure 7
Evolution de la production mondiale d'orge



Source : FAO

Figure 8
Production 2017 d'orge des principaux pays exportateurs, en millions de tonnes



Source : Groupe Soufflet

Figure 9
Indice mensuel des prix de l'orge de brasserie à la production



Sources : Capital IQ, INSEE

Le cours de l'orge de brasserie a pour plancher celui de l'orge fourragère, auquel s'ajoute une prime, la prime brassicole. Cette prime permet de valoriser les efforts qu'exige cette culture. Les agriculteurs peuvent en effet arbitrer entre différentes cultures, et il importe de maintenir une attractivité de la culture de l'orge brassicole pour assurer des niveaux de production suffisants, et éviter qu'en-dessous d'un certain niveau de prix, les producteurs ne vendent leur production en orge fourragère, voire se tournent vers d'autres céréales ou vers les biocarburants.

Depuis le début de l'année 2018, le cours de l'orge brassicole est en forte hausse. Cette situation s'explique par un printemps 2018 humide et un été particulièrement chaud et sec qui sont des conditions très défavorables à la production de l'orge. Cette tendance pourrait persister : le marché de l'orge connaît cette année de manière générale un déficit de production en Europe (chute de production au Danemark et en Suède, qualité dégradée des orges de printemps en Allemagne, en République Tchèque ou en Roumanie. La production française ressort pour sa part en petite baisse mais avec une bonne qualité). La situation mondiale du marché de l'orge est par ailleurs tendue (les rendements sont aussi en baisse au Canada et en Australie).

A plus long terme, les risques climatiques, de plus en plus fréquents, pourraient affecter le marché de l'orge, notamment en ce qui concerne la qualité des graines, le rendement des cultures et par conséquent impliquer des risques de hausse des prix.

Ainsi, une étude¹ examine l'impact du changement climatique sur l'agriculture et l'orge brassicole. Elle conclut que, à long terme (période 2037-2065), la perte de rendement de l'orge d'hiver, selon les scénarios de réchauffement climatique, pourrait atteindre entre 2% et 12%. Celle de l'orge de printemps pourrait être encore plus élevée, entre 7% et 25%. Une autre étude d'octobre 2018 de l'Université de East Anglia, citée également dans la section suivante au sujet du prix de la bière², s'intéresse à un sujet voisin, à savoir l'impact des phénomènes climatiques extrêmes sur le rendement de la production d'orge dans 34 régions du monde, et leurs conséquences sur le prix de la bière. Selon cette étude, la fréquence des sécheresses et des fortes chaleurs augmenterait très fortement dans de nombreux scénarios climatiques prévisionnels, entraînant une baisse des rendements en orge dans le monde entre 3% et 17%.

II.C.2. Les marchés sous-jacents en aval : le marché de la bière

MFB est directement impacté par le marché mondial de la bière. MFB a produit 252 798 tonnes de malt au titre de l'exercice 2017/2018. Plus du tiers est destiné à l'Union Européenne, le solde est exporté principalement en Afrique et en Asie.

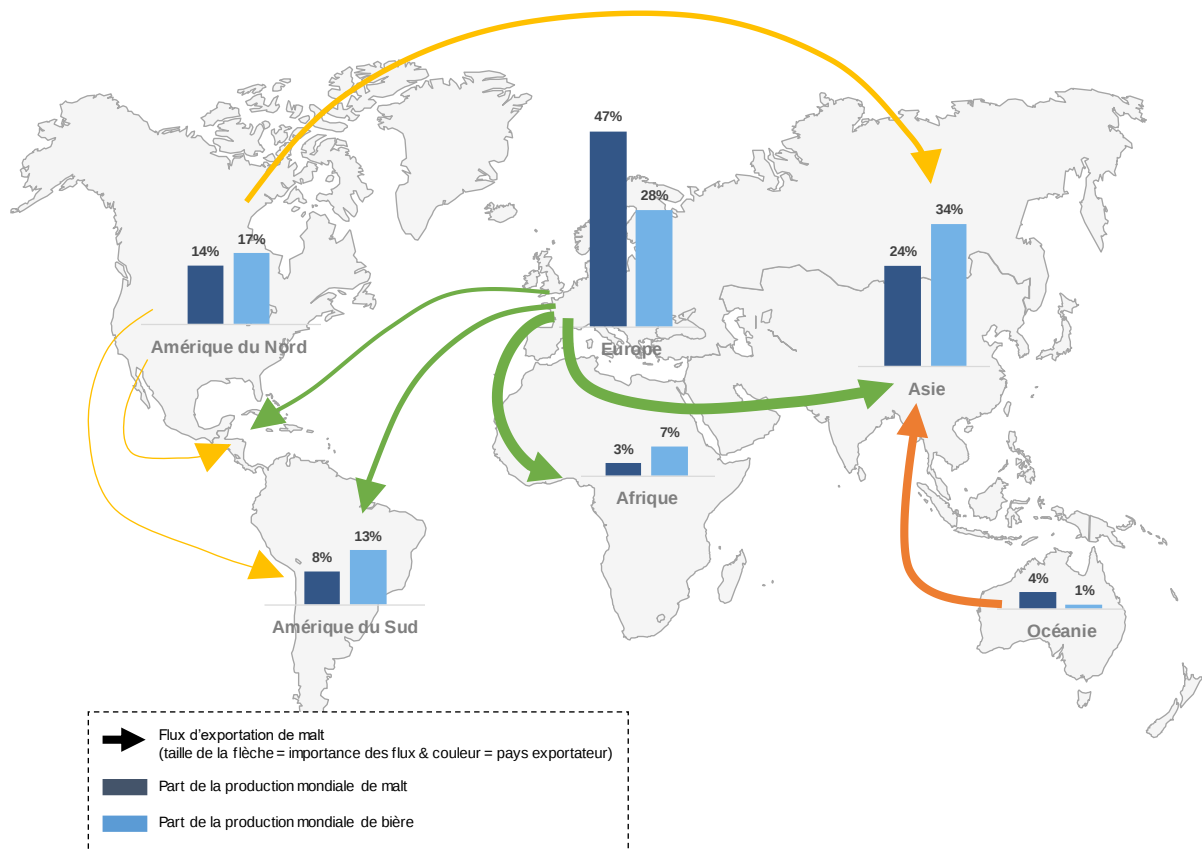
La Figure 10 montre que l'Europe est l'un des rares continents excédentaires dans sa production de malt par rapport à sa production de bière. Cette forte production lui permet d'exporter du malt dans quasiment toutes les régions du monde. En Amérique du Sud, l'Argentine est le principal pays producteur d'orge.

En 2018, l'Europe (en particulier la France) pourrait bénéficier de la baisse des exportations de plusieurs pays traditionnellement exportateurs de malt, comme le Canada et l'Australie (comme indiqué précédemment, les rendements en orge sont en baisse dans ces pays).

¹ Disponible sur IOP Science, service online de IOP Publishing : Matthew Gammans *et al.* « Negative impacts of climate change on cereal yields: statistical evidence from France », 2017, *Environmental Research Letters* 12 054007

² Wei Xie *et al.* : « Decreases in global beer supply due to extreme drought and heat », *Nature plants (a natureresearch journal)*, 2018

Figure 10
Répartition mondiale de la production de malt et de bière

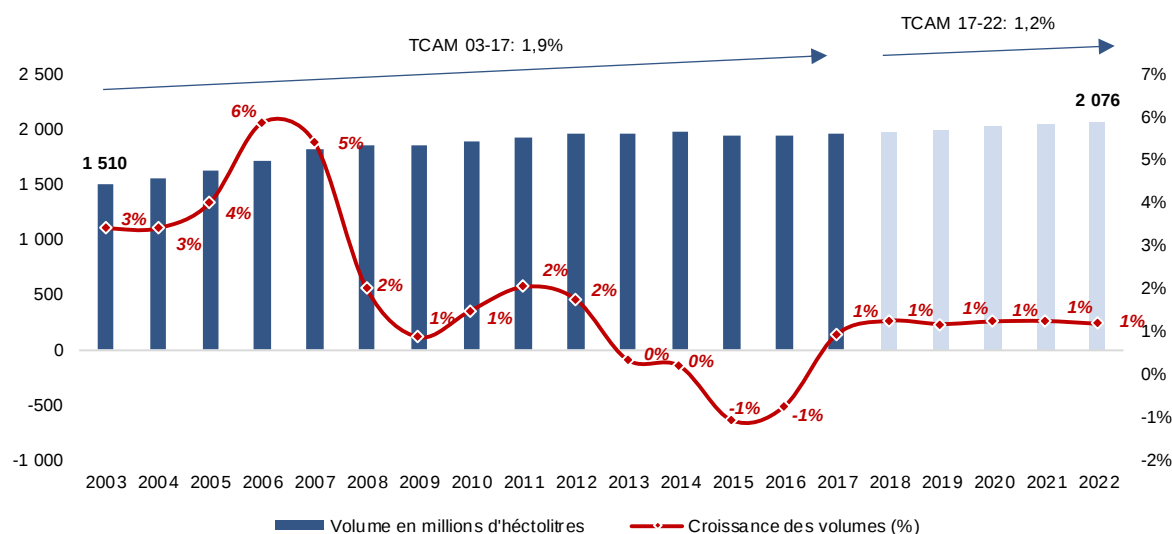


Source : Malteries Soufflet

Evolution de la consommation mondiale de bière et perspectives

Le marché mondial de la bière se caractérise par sa taille (près de 2 milliards d'hectolitres consommés par an), par sa concentration, et par son caractère mature dans de nombreuses zones du globe. Au niveau mondial, la consommation est en effet stagnante depuis 2012, et a même connu deux années de recul en 2015 et 2016, avant de se reprendre légèrement en 2017. Les anticipations sur la consommation mondiale sur les prochaines années font état d'une légère croissance, de 1,2% par an entre 2017 et 2022.

Figure 11
Evolution de la consommation mondiale de bière entre 2008 et 2022

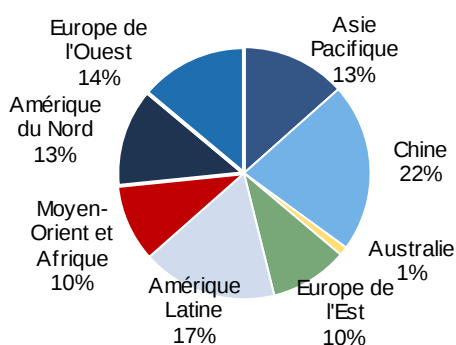


Source : Euromonitor

Les prévisions de croissance de la consommation de bière varient légèrement d'une zone géographique à l'autre :

- L'Asie Pacifique représente depuis 2008 plus de 30% des volumes consommés dans le monde. Sa part dans la consommation mondiale devrait être de 35% d'ici 2022. La consommation de bière en Asie est dominée par la Chine mais les prévisions sont à la baisse pour ce pays, la croissance de la consommation devrait donc être portée par les autres pays asiatiques ;
- Le poids de l'Europe de l'Ouest devrait rester stable, tandis qu'Amérique du Nord et Europe de l'Est (notamment la Russie) devraient voir leur poids dans la consommation mondiale de bière se réduire légèrement ;
- Deux zones devraient connaître une croissance un peu plus forte de leur consommation de bière : l'Amérique du Sud et la zone Moyen-Orient / Afrique.

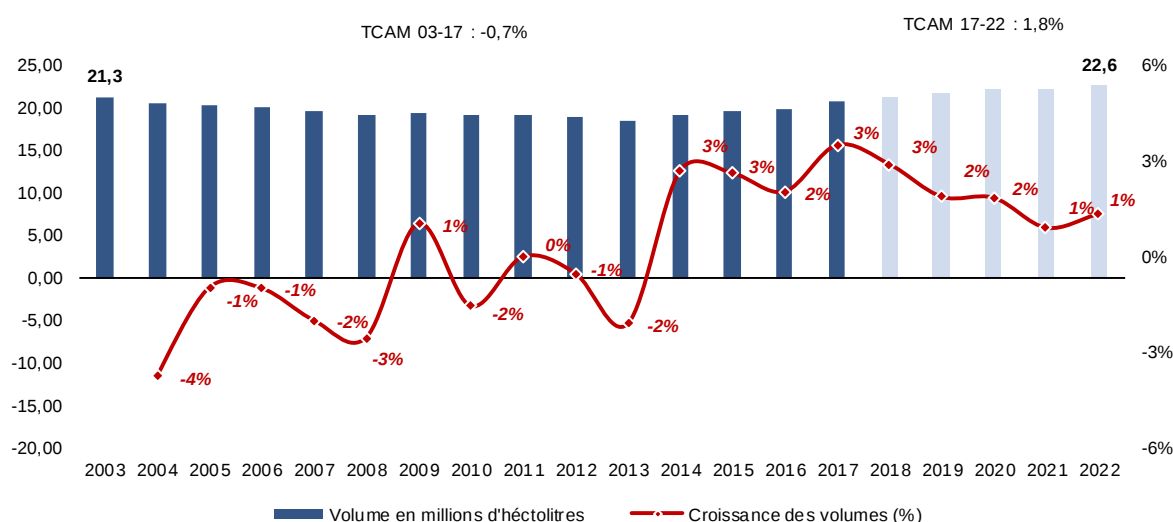
Figure 12
Répartition de la consommation de bière dans le monde en 2022



Source : Euromonitor

La France, pays d'implantation de la société MFB, présente une situation spécifique : après plusieurs années de baisse quasi continue entre 2003 et 2013, la consommation de la bière en France est à nouveau en croissance et sa croissance devrait se maintenir à un niveau plus élevé que la croissance anticipée au niveau mondial. Son taux moyen de croissance annuel entre 2017 et 2022 est estimé à 1,8% comme illustré dans la Figure 13, mais cette croissance apparemment plus forte est surtout le reflet d'un phénomène de rattrapage des baisses passées.

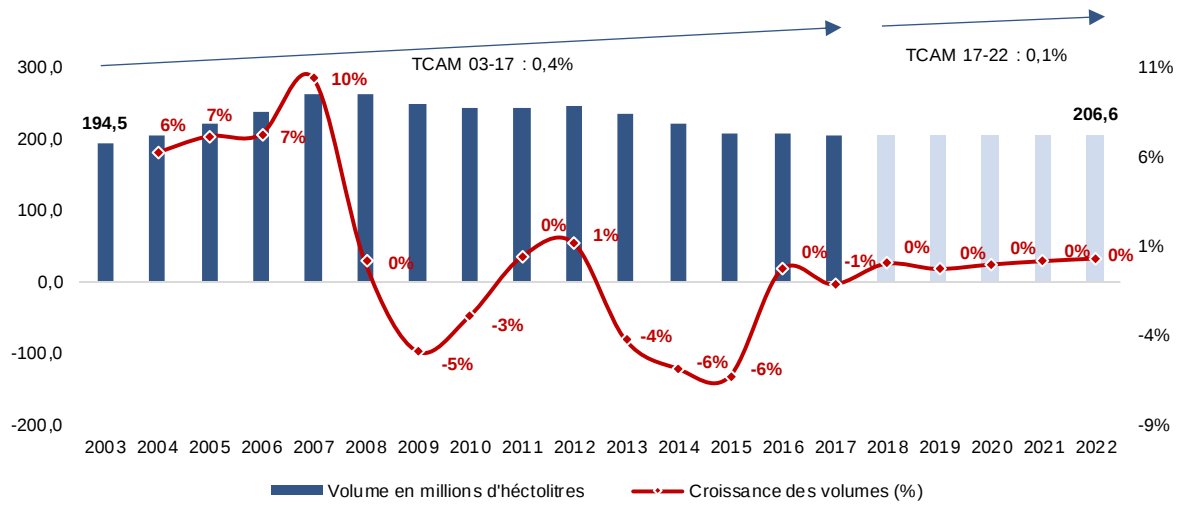
Figure 13
Evolution de la consommation de bière en France entre 2008 et 2022



Source : Euromonitor

Après plusieurs années de décroissance des volumes consommés de bière en Europe de l'Est, les prévisions de croissance sont proches de zéro sur la période 2017 / 2022. Cette stagnation s'explique par une baisse de la consommation de -2% par an prévue en Russie, plus gros consommateur de bière de la région (36%). D'autres pays historiquement grands consommateurs de bière comme la Pologne et la République Tchèque devraient connaître une stagnation de leur consommation (avec des taux de croissance moyens respectifs de -0,4% et +0,7%). La croissance devrait être plus élevée en Ukraine (croissance moyenne de 1,6% par an), en Roumanie (+1,2%), en Serbie (+2,4%), en Bulgarie (+2,1%) ou au Kazakhstan (+2,3%), 5 pays où CIM est implanté. Toutefois, ces derniers mouvements ne compenseront pas le recul de la consommation en Russie, et la croissance agrégée sur les pays où opère CIM devrait être légèrement négative (-0,2%).

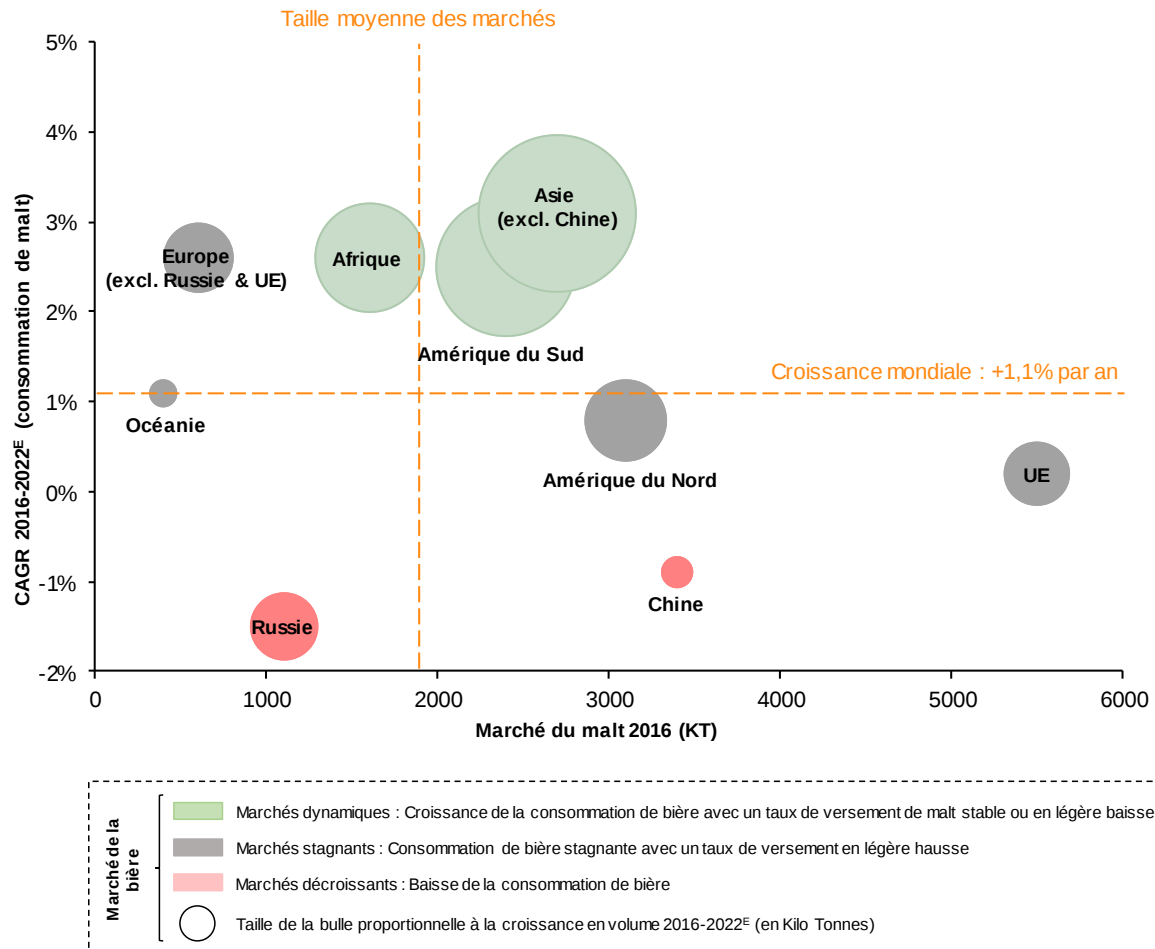
Figure 14
Evolution de la consommation de bière en Europe de l'Est entre 2008 et 2022



Source : Euromonitor

La Figure 15 synthétise le positionnement des différents marchés et leur tendance d'évolution (source : Malteries Soufflet).

Figure 15
Tendances sur le marché du malt et de la bière (Consommation 2016-2022E)



Source : Malteries Soufflet

Ajoutons que face à la stagnation du marché de la bière dans son ensemble, certains sous-segments se distinguent par leur dynamisme : les bières haut de gamme, artisanales ou bio, ou encore les bières sans alcool, marché sur lequel tous les géants de la bière sont positionnés. Selon AB InBev la bière sans alcool devrait représenter 20% de ses ventes de bière d'ici 2025.

Enfin, sur **le long terme**, les phénomènes climatiques déjà mentionnés au sujet de la matière première qu'est l'orge pourraient avoir un impact sur le prix de la bière et sur sa consommation. L'étude de l'Université de East Anglia, déjà citée sur les conséquences des phénomènes climatiques, fait le lien entre la baisse potentielle des rendements de l'orge, la baisse de la production de bière, et une hausse possible des prix de la bière. Lors de phénomènes météorologiques extrêmes, qui impacteraient les rendements en orge, le prix de la bière pourrait doubler et la consommation de bière pourrait diminuer de 16%. Même lors des événements climatiques les moins extrêmes la bière pourrait voir son prix augmenter de 15% et sa consommation baisser de 4%.

Concentration du marché des brasseurs

Outre son caractère mature, le marché de la bière est caractérisé par sa très forte concentration au niveau mondial, la faible croissance du marché favorisant ce mouvement de concentration, même si

des brasseries indépendantes se développent, et produisent des bières avec un versement de malt plus élevé.

Le marché actuel est très largement dominé par les géants AB InBev, Heineken et Carlsberg. Le groupe AB InBev a été un acteur majeur de la concentration du marché, son histoire étant marquée par deux fusions transformatrices : en 2008, la fusion entre Anheuser Busch et le brasseur belgo-brésilien InBev et en 2015 la fusion entre ABInBev et SABMiller.

Outre ces opérations structurantes, les leaders mondiaux se développent par des investissements ciblés pour répondre aux nouvelles exigences du consommateur afin de compenser la baisse ou la stagnation de la consommation de masse dans les grands marchés historiques (Etats-Unis, Europe et Chine) :

- En 2015, AB InBev a fait l'acquisition de deux marques de bières artisanales : une brésilienne "Colorado" et une colombienne "Bogota Beer Company" ;
- Heineken a poursuivi ses investissements dans les bières artisanales en finalisant l'acquisition du brasseur américain *The Lagunitas* en 2017 ;
- Carlsberg a acquis la brasserie britannique « Fields Brewery » en 2017.

L'ensemble de ces mouvements de consolidation sont reflétés dans la Figure 16 et dans la Figure 17. Comme évoqué précédemment, ABInBev a renforcé sa position de leader mondial par un gain de part de marché de 7% entre 2008 et 2017, Heineken ayant aussi accru ses parts de marché sur cette période.

Figure 16
Part de marché des principaux brasseurs en 2008

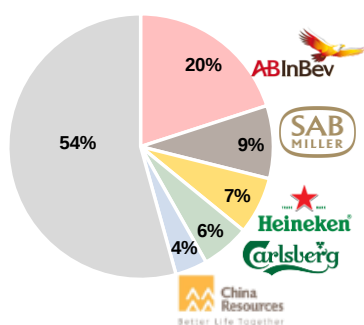
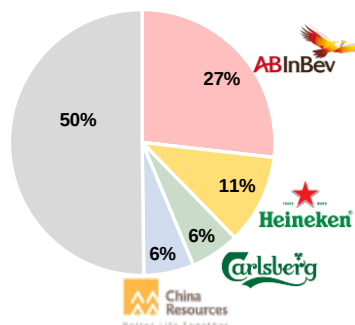


Figure 17
Part de marché des principaux brasseurs en 2017



Cette situation de concentration du marché de la bière entre un faible nombre d'acteurs mondiaux crée des relations de dépendance des malteurs vis-à-vis de ces brasseurs. Mais elle permet aussi aux acteurs leaders de la malterie, comme l'est le groupe Soufflet, de se positionner comme des interlocuteurs incontournables vis-à-vis des brasseurs, en raison de leur capacité à disposer d'une implantation géographique large qui répond aux attentes des brasseurs mondiaux.

II.C.3. L'environnement concurrentiel de la filière « malterie »

La France compte plusieurs malteries de taille et d'implantation mondiale. Les 5 premiers groupes mondiaux produisent chaque année près d'un million et demi de tonnes de malt et les malteries françaises fournissent 30% du marché mondial en malt. La France est ainsi le premier exportateur de malt dans le monde depuis 1967 : le pays exporte 80% de sa production soit près d'un million et deux cent mille tonnes de malt. Les malteries françaises ont ainsi dégagé un chiffre d'affaires de plus de 550 M€ en 2017.

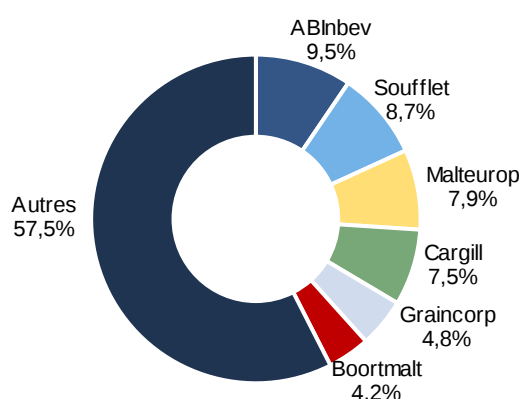
Le marché asiatique est un véritable relais de croissance pour les malteries européennes. En effet, l'Asie est la région la plus consommatrice de bière avec 680 millions d'hectolitres consommés sur un total mondial d'environ 2 milliards en 2017 (soit 34%). La Chine représente aujourd'hui 70% de la consommation de bière en Asie mais cette proportion devrait se réduire au profit de régions plus émergentes. Le continent asiatique représente donc un réservoir de croissance et d'opportunités pour les exportateurs de malt européen et français (dans la région, la Chine est un des seuls pays producteurs de malt).

Les malteries européennes s'implantent encore peu directement en Asie car elles bénéficient d'un coût de transport assez avantageux. La balance commerciale de l'Asie vis-à-vis du continent européen étant très excédentaire, l'offre de transport par bateaux dans le sens Europe Asie est large.

Les acteurs du marché

Le plus grand brasseur du monde AB Inbev est aussi le plus gros producteur de malt en produisant 9,5% du malt mondial. Le groupe Soufflet, qui détient les Malteries Franco-Belges, arrive en deuxième position et produit 8,7% du malt mondial. Les groupes Cargill et Malteurop représentent respectivement 7,9% et 7,5% de la production mondiale. Viennent ensuite les groupes Graincorp et Boortmalt qui ont produit respectivement 4,8% et 4,2% du malt mondial en 2017.

Figure 18
Répartition par acteur de la production mondiale de malt



Source : Groupe Soufflet

ABInBev est donc le leader mondial tant de la production de bière que de malt. Le groupe est coté en bourse et son siège social est basé à Louvain en Belgique.

Le Groupe Soufflet est un groupe familial créé en 1900 et est spécialisé dans l'agroalimentaire. L'entreprise a réalisé en 2017 environ 4,7 Mds\$ de chiffre d'affaires dont 826 M€ uniquement pour son activité de malterie. L'entreprise emploie au total près de 7 500 employés. Le groupe est basé à Nogent-sur-Seine en France mais possède de nombreuses filiales réparties sur 18 pays dans le monde.

Cargill est une entreprise américaine qui opère dans la production d'ingrédients alimentaires et dans le négoce de matières premières. Le groupe est présent dans 66 pays et réalise un chiffre d'affaires de 140 Mds\$. Son activité de malterie se répartit sur 18 sites dans 10 pays et possède une capacité de production de 2,2 millions de tonnes de malt. Cargill France présent à Strasbourg depuis 1989 en produit 75 000 tonnes.

Malteurop a commencé son activité de malterie dans les années 1960 avec une première malterie créée à Reims. Le groupe, qui est détenu à 100% par Vivescia, compte plus de 1000 collaborateurs répartis sur 27 sites de production dans 14 pays différents. Malteurop réalise un chiffre d'affaires d'environ 800 M€.

Graincorp a été créé en 1916 et est basé en Australie. L'entreprise est cotée et est spécialisée dans le négoce et la transformation de céréales. L'activité de malterie du groupe a dégagé 1,1 MdsAUD en 2017 sur un chiffre d'affaires total de 4,600 MdsAUD. L'activité de Graincorp Malt est répartie sur 14 sites de production dans 4 pays différents.

Boortmalt a été fondé en 1989 et fait partie du groupe Axéréal qui est spécialisé dans le secteur agricole et l'agroalimentaire. Le groupe a son siège social basé à Orléans-Olivet en France. Boortmalt compte 11 sites de production répartis sur 7 pays en Europe. En 2016, les activités de Boortmalt ont représenté 470 M€ sur les 3,2 Mds€ de chiffre d'affaires total du groupe Axéréal.

II.D. Fondamentaux de l'environnement opérationnel

Les différents éléments de positionnement des Malteries Franco-Belges dans son environnement opérationnel et concurrentiel et les facteurs de risque caractérisant son activité sont le support de la matrice SWOT présentée pour la Société dans le Tableau 1.

Sensibilité du chiffre d'affaires au prix de l'orge

Le prix de l'orge a un impact direct sur le chiffre d'affaires du Groupe. Il représente environ les deux tiers du prix de vente final aux brasseurs.

La production d'orge brassicole mondiale est possible dans des zones géographiques où le climat est tempéré. L'accroissement de la population mondiale qui devrait atteindre 9 milliards à horizon 2050 entraîne une hausse des besoins en céréales destinés à l'alimentation. Dans un tel contexte, l'orge se retrouve en compétition avec d'autres céréales. Les agriculteurs arbitrent entre allouer leurs parcelles à la production d'orge brassicole ou à celle d'autres céréales si ces dernières sont plus attractives en termes de prix et de marges.

Par ailleurs, la culture de l'orge est soumise aux risques météorologiques. Ils sont très significatifs sur le marché de l'orge brassicole puisque cette céréale est sensible aux gels, aux fortes variations de température et à l'excès d'eau. Des conditions météorologiques non favorables impactent fortement la qualité et surtout la quantité d'orge disponible. Pour MFB, ceci signifie notamment qu'elle devra s'approvisionner plus loin géographiquement et assumer des coûts supplémentaires de transport. C'est d'autant plus nécessaire que MFB s'engage vis-à-vis des brasseurs sur un cahier des charges précis en terme de qualité de malt.

Sensibilité du chiffre d'affaires à l'environnement économique et au marché de la bière

Les ventes, en volume, sont dépendantes de l'évolution de la consommation mondiale de bière, les clients de MFB étant très majoritairement les brasseurs (hors vente de produits annexes issus de la transformation de l'orge). Une baisse de la demande de bière entraîne un essoufflement des demandes en malt pour MFB et les autres malteurs.

Néanmoins, le marché de la bière est un marché peu cyclique et donc le risque d'une diminution significative de la demande mondiale, même dans une conjoncture économique peu favorable, est assez limité. Ainsi, dans un horizon de court ou moyen terme, MFB n'est pas menacée par un ralentissement de la demande de malt de la part des brasseurs.

De plus, même si le marché mondial de la bière en volume est stable, hormis dans certaines régions, la demande de malt ne diminue pas puisque la *premiumisation* des produits conduit les brasseurs à augmenter la teneur en malt de leurs bières.

Sensibilité des coûts de production aux fluctuations de prix de l'énergie

Le coût de l'énergie représente 50% des coûts de production (hors achat de matière première) et ses fluctuations ont un réel impact sur la marge de MFB.

Afin de limiter l'impact d'une hausse du coût de l'énergie, certains contrats long terme (LTA) stipulent que l'augmentation ou la baisse du coût de l'énergie sera proportionnellement refacturée au client.

Barrières à l'entrée et nouveaux entrants

La présence de barrières à l'entrée notamment en termes d'investissements en immobilisations corporelles laisse peu de place pour de nouveaux entrants sur ce marché. En effet, le secteur est largement dominé par trois leaders mondiaux (hors malteurs intégrés aux brasseurs) : le Groupe Soufflet, Malteurop et Cargill. Il paraît difficile pour un concurrent de fournir une capacité de production et une implantation géographique similaire, nécessaire pour répondre aux exigences des grands brasseurs mondiaux. La nécessité de maîtriser le savoir-faire du maltage et de disposer d'une main d'œuvre expérimentée pour le mener constitue une autre barrière à l'entrée.

Positionnement concurrentiel

La concurrence de MFB est principalement constituée des deux autres grands leaders du maltage et des grands brasseurs internationaux exerçant aussi le métier de malteur (AbInBev, Heineken, etc...).

De par son intégration dans le groupe Soufflet, MFB jouit d'une bonne visibilité auprès des clients et tire profit de la réputation mondiale du groupe.

Concentration de la clientèle

Reflète du marché de la bière, le portefeuille client de la société est assez concentré, les 5 premiers clients de MFB représentant plus de 50% des ventes en moyenne chaque année.

Cette concentration du marché de la bière sur quelques grands acteurs mondiaux implique certains risques pour MFB : des risques tarifaires lors des renégociations de contrats, une pression sur les délais de paiement, et des risques de pertes de contrat. Les délais de paiement peuvent en particulier être très longs dans certains contrats et peser sur le BFR.

Le risque de perte de contrats demeure tempéré par les relations fortes qui peuvent exister entre malteurs et brasseurs : lorsqu'un *Long-Term Agreement* (LTA) est signé avec un important brasseur international, une logistique lourde est mise en place du côté de MFB mais également du côté du brasseur. Ainsi, le coût de changement très important pour un brasseur pérennise et stabilise la relation avec la malterie dans le temps.

Par ailleurs, l'expansion du tissu industriel de la fabrication de bière devrait permettre à MFB de diversifier sa base de clientèle, notamment via les microbrasseries.

Mix produit

MFB s'est développé autour d'un unique produit, le malt. La société est ainsi complètement exposée et corrélée au marché du malt, ce qui représente un risque pour son activité.

Parmi les types de malt, MFB fournit deux gammes de malt : le malt pilsen, le plus commun dans le brassage de la bière, et le malt torrifié, utilisé dans les bières plus premium. Les qualités de malt sont adaptées aux besoins du client et à la qualité du produit final demandée dans le cahier des charges du brasseur. Cette capacité à répondre aux différentes demandes des brasseurs reste toutefois limitée par le processus de fabrication (le malt torrifié demandant des installations spécifiques).

Risques géopolitiques et risques de change

Concernant les activités directement menées par MFB, les risques géopolitiques sont limités. En revanche, CIM possède des malteries dans des pays pouvant devenir instables économiquement et/ou politiquement (par exemple, le Kazakhstan, l'Ukraine ou la Russie). Un retournement de situation dans un tel pays représente un risque pour la société tant en termes de production de malt qu'en termes d'éventuelle perte de clientèle. L'évolution des relations entre Ukraine et Russie ces dernières années a illustré ce risque important.

Simultanément à ces risques géopolitiques, la Société CIM est exposée à des risques de change significatifs.

Risques réglementaires

Les risques réglementaires sont également importants dans des pays tels que la Russie qui pourrait sanctionner les sociétés étrangères. Par ailleurs, la Russie augmente régulièrement les taxes sur la bière.

Environnement et risque de production / technologique

MFB doit s'adapter à son environnement et :

- En amont, obtenir une meilleure sélection variétale, grâce en particulier au partenariat avec Secobra et en liaison avec le Groupe Soufflet ;
- Pouvoir fournir une meilleure capacité et qualité de production ;
- En aval, proposer des services logistiques, de distribution et de traçabilité, optimaux et à la pointe des dernières innovations, en liaison avec le Groupe Soufflet.

Accords opérationnels entre les parties : accords de péréquation et convention de trésorerie

Il existe des accords de péréquation entre les sociétés MFB, Malteries Soufflet et Société des Malteries d'Alsace permettant d'optimiser la logistique et les synergies entre les différentes parties. Ces accords définissent la répartition des frais supportés au niveau de Malteries Soufflet entre les trois sociétés. L'existence de ces accords représente un facteur de stabilisation de la marge de MFB qui bénéficie d'une mutualisation des coûts et de la force de négociation de l'ensemble du groupe Soufflet.

Il existe également une convention de trésorerie entre Soufflet Finances et les sociétés du Groupe Soufflet dont MFB et CIM, qui permet de centraliser la gestion de la trésorerie et des financements. La dernière convention de trésorerie a été signée fin décembre 2009. Chacune des sociétés du Groupe conserve cependant son indépendance quant à sa gestion et à la poursuite de son objectif social et la liberté des supports et moyens utilisés dans cette gestion. La convention de trésorerie comporte des clauses classiques en la matière, prévoyant une rémunération de l'argent prêté ou emprunté indexée sur le taux de référence de la devise concernée (par exemple le taux Euribor pour la France) auquel

s'ajoute un *spread* différent s'il s'agit d'un prêt ou d'un emprunt. Là-encore, cette convention de trésorerie constitue un facteur de souplesse pour la gestion opérationnelle de MFB.

Synthèse de l'analyse sur les forces et faiblesses de MFB et de CIM

Le Tableau 1 et le Tableau 2 synthétisent l'analyse d'Associés en Finance sur les facteurs de risque impactant MFB et CIM, ainsi que leur positionnement, via une matrice de forces / faiblesses / opportunités / menaces. Celles-ci servent de base à l'évaluation du risque, et donc des taux d'actualisation pris en compte dans la valorisation des Malteries Franco-Belges et dans la valorisation de CIM (cf. section III.C.3).

Tableau 1
Analyse SWOT de MFB

Forces	Faiblesses
Appartenance au Groupe Soufflet, leader mondial de la malterie (hors malteurs intégrés)	Forte dépendance au marché de l'orge, lui-même dépendant des conditions climatiques
Présence européenne et capacité de distribution mondiale via la filière malterie du groupe Soufflet	Mono-activité (production de malt)
Géographiquement située à proximité des productions d'orge et des brasseurs	Typologie de clients très réduite
Renommée internationale et implantation de longue date	Forte dépendance aux grands brasseurs mondiaux
Contrats de long terme passés avec les plus grands brasseurs mondiaux et indexation des prix de vente liée au cours de l'orge	Poids du coût de l'énergie
Secteur concentré, pas ou peu accessibles aux nouveaux concurrents	Baisse ou stagnation de la consommation de bière dans des grands marchés historiques (Europe, aux Etats-Unis et en Chine)
Capacité à répondre aux différents cahiers des charges exigés par les clients	Environnement légal et réglementaire du marché de la bière contraignant
Résilience du secteur de la bière	
Opportunités	Menaces
Hausse de la consommation de la bière dans les pays émergents (Brésil, Afrique)	Disponibilité de la matière première : concurrence des cultures céréalières et baisse des surfaces disponibles pour la culture d'orge
Montée en gamme des bières consommées et donc meilleure marge possible sur du malt premium	Impact éventuel d'une forte hausse du prix de l'orge ou de l'énergie sur le prix de la bière et sa consommation
Développement de nouveaux marchés tels que la bière bio ou la bière sans alcool	Progression de la part du houblon dans la composition des bières au détriment du malt / éventuelle évolution de la consommation de bière vers des bières moins maltées
Opportunités d'améliorer le rendement en malt grâce à l'activité de R&D de Secobra (développement variétal)	Evolution de la réglementation sur la consommation d'alcool

Source : Associés en Finance

Tableau 2
Analyse SWOT de CIM

Forces	Faiblesses
Appartenance au Groupe Soufflet, leader mondial de la malterie (hors malteurs intégrés)	Forte dépendance au marché de l'orge, lui-même dépendant des conditions climatiques
Géographiquement située à proximité des productions d'orge et des brasseurs	Mono-activité (production de malt)
Présence sur les marchés de la bière est-européens dynamiques tels que le Kazakhstan ou la Roumanie	Typologie de clients très réduite
Contrats de long terme passés avec les plus grands brasseurs mondiaux	Forte dépendance aux grands brasseurs mondiaux
Nouveaux investissements visant à renforcer la capacité de production, en Roumanie et en Bulgarie par exemple	Croissance ralentie de la consommation de bière dans les marchés sur lesquels intervient CIM
Coût de la main d'œuvre et de l'énergie plus faible en Europe de l'Est	Poids du coût de l'énergie
	Environnement légal et réglementaire du marché de la bière contraignant
	Plus forte sensibilité des activités de CIM, par rapport à celles de MFB, aux conditions économiques (niveau de vie plus faible)
Opportunités	Menaces
Montée en gamme des bières consommées et donc meilleure marge possible sur du malt premium	Disponibilité de la matière première : concurrence des cultures céréalières et baisse des surfaces disponibles pour la culture d'orge
Développement de nouveaux marchés tels que la bière bio ou la bière sans alcool	Impact éventuel d'une forte hausse du prix de l'orge ou de l'énergie sur le prix de la bière et sa consommation
	Risques réglementaires (cf. pour exemple la hausse des taxes sur la bière en Russie)
	Existence d'un risque géopolitique dans certains pays où CIM est implanté

Source : Associés en Finance

II.E. Analyse financière de MFB

La quote-part du résultat de CIM, mis en équivalence dans les comptes de MFB, représente plus de 80% du résultat net de MFB : il est donc nécessaire d'effectuer outre l'analyse financière de MMFB celle de CIM. Celle-ci sera présentée dans un second temps.

Accord de péréquation et convention de gestion de trésorerie

Il existe un accord de péréquation entre MFB, Malteries Soufflet et Société des Malteries d'Alsace. Compte tenu de la complémentarité de leurs activités et savoir-faire respectifs, les Parties ont été amenées à envisager une mutualisation de leur expérience et de leurs moyens techniques et industriels de production, tout en restant maîtresses de leur outil et de leurs coûts de production.

Tous les services (administration, achat, ressources humaines, etc.) sont centralisés au niveau de Malteries Soufflet, entité de tête de la division Malteries du Groupe Soufflet, de façon à favoriser les synergies et optimiser au mieux les coûts. L'accord de péréquation permet d'assurer aux différentes entités impliquées une marge brute économique équivalente par tonne commercialisée, sur la base de la marge brute de chaque société (ventes moins achat et frais sur vente) diminuée des frais financiers liés à l'exploitation (stock, crédits clients et fournisseurs). L'existence de cet accord de péréquation qui concerne les activités françaises de MFB permet une optimisation des coûts et des frais de structure.

II.E.1. Analyse du compte de résultat

Tableau 3
Compte de résultat consolidé de MFB depuis 2014 (clôture des comptes au 30 juin)

Compte de résultat (M€) - au 30/06	2014	2015	2016	2017	2018
Tonnages vendus (t)	253 420	253 205	259 589	257 926	245 961
<i>Croissance</i>	<i>5,8%</i>	<i>(0,1%)</i>	<i>2,5%</i>	<i>(0,6%)</i>	<i>(4,6%)</i>
Chiffre d'affaires consolidé	104,2	93,4	94,3	92,7	86,9
<i>Croissance</i>	<i>0,4%</i>	<i>(10,4%)</i>	<i>1,0%</i>	<i>(1,7%)</i>	<i>(6,3%)</i>
Achats consommés	(81,0)	(72,7)	(71,3)	(69,6)	(65,7)
Charges externes	(9,2)	(6,8)	(6,8)	(7,3)	(7,4)
Charges de personnel	(4,7)	(4,9)	(4,9)	(5,1)	(5,0)
<i>En % du CA</i>	<i>(4,5%)</i>	<i>(5,3%)</i>	<i>(5,2%)</i>	<i>(5,5%)</i>	<i>(5,8%)</i>
Impôts et taxes	(1,7)	(1,7)	(1,6)	(1,8)	(1,7)
Autres produits et charges op. courantes	(0,1)	(0,1)	0,1	(0,0)	0,0
EBITDA	7,6	7,1	9,9	8,9	7,0
<i>Marge d'EBITDA (%)</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,6%</i>	<i>10,4%</i>	<i>9,6%</i>	<i>8,1%</i>
Dotations et reprises aux amortissements	(2,4)	(2,5)	(2,8)	(2,9)	(2,9)
Résultat opérationnel courant	5,2	4,6	7,1	6,0	4,1
<i>Marge opérationnelle courante (%)</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,9%</i>	<i>7,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>4,7%</i>
Autres produits et charges opérationnels non courants	(0,0)	(1,0)	(0,3)	(0,4)	0,1
Résultat opérationnel	5,2	3,6	6,8	5,6	4,2
<i>Marge opérationnelle (%)</i>	<i>5,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>7,2%</i>	<i>6,0%</i>	<i>4,8%</i>
Coût de l'endettement financier	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)
Autres produits et charges financières	(0,0)	(0,1)	0,2	0,1	0,0
Résultat avant impôts	5,1	3,4	6,9	5,6	4,1
Impôts totaux	(1,8)	(1,2)	(2,3)	(1,0)	(0,5)
Résultat net après impôts	3,3	2,2	4,5	4,6	3,6
<i>Marge nette (%)</i>	<i>3,2%</i>	<i>2,4%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,2%</i>
Minoritaires	-	-	-	-	-
Quote-part de résultat dans les entreprises associées	9,0	8,2	15,5	19,7	16,3
Résultat net comptable part du groupe	12,3	10,4	20,0	24,3	19,9
Dividende (versé au titre de l'exercice, M€)	2,9	2,2	2,7	2,5	2,9
<i>Dividende par action (€)</i>	<i>5,9</i>	<i>4,5</i>	<i>5,5</i>	<i>5,0</i>	<i>5,9</i>

Sources : MFB, Associés en Finance

Il convient au préalable de souligner que MFB et CIM clôturent leurs comptes au 30 juin de chaque année. Par convention, la mention 2018 dans les tableaux correspond à l'exercice 2017/2018, il en est de même dans les commentaires de ces tableaux.

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de MFB est principalement constitué par la vente de malt aux brasseurs après élimination des ventes intra-groupe. La vente de coproduits issus de la transformation de l'orge en malt (destinée à l'industrie animale) contribue également au chiffre d'affaires, mais en représente moins de 4%. Le chiffre d'affaires de MFB est fortement corrélé au niveau du prix de l'orge qui représente environ deux tiers du prix de vente aux brasseurs.

Entre 2014 et 2018, le chiffre d'affaires de MFB a baissé en moyenne de -4,4% par an passant de 104,2 M€ à 86,9 M€. Fortement liée aux marchés de la bière et à celui de l'orge, l'activité de MFB est sujette aux évolutions de la demande mondiale de bière (que reflète aussi l'évolution des tonnages

vendus) et aux variations des prix de l'orge. Ainsi en 2015, le repli du marché mondial de la bière de 1%, ainsi qu'un niveau bas du cours des céréales, ont eu pour effet un recul de son chiffre d'affaires de -10,4%, à 93,4 M€. L'exercice 2018 a été perturbé par les crues hivernales de la Seine et les grèves ferroviaires du printemps. Ces événements ont ralenti le fret fluvial et ferroviaire ce qui a eu pour conséquence une baisse des exportations de MFB. Ainsi, le chiffre d'affaire atteint 86,9 M€ en recul de -6,3%.

Coût des ventes et autres frais

Les charges sont principalement constituées du coût d'achat de matière de première, l'orge, et de l'énergie. La société MFB est exposée aux fluctuations du cours de l'orge et du coût de l'énergie qui constitue environ 50% du coût de vente (hors coût de la matière première). Toutefois, l'existence des LTA avec les grands brasseurs permet d'indexer, parfois avec un décalage temporel, l'évolution du prix de vente du malt sur les évolutions du prix de l'orge, contribuant à une stabilisation de la marge.

Depuis l'exercice 2014, les achats consommés sont en baisse passant de 81,0 M€ à 65,7 M€, suite à la baisse cumulée du coût de l'énergie et à celui de l'orge brassicole. Sur la même période, les charges de personnel ont légèrement progressé en valeur absolue, passant de 4,7 M€ à 5,0 M€ entre 2014 et 2018. Notons que les rendements de fabrication ont été pénalisés par la mauvaise qualité de la récolte d'orge de 2016.

EBITDA et résultat opérationnel courant

L'EBITDA et le résultat opérationnel courant de MFB fluctuent principalement en raison des variations des prix des matières premières et de l'énergie. L'effet est atténué grâce à la négociation avec certains brasseurs qui permet dans certains cas une répercussion des variations des coûts sur le prix de vente du malt. La marge d'EBITDA a varié entre 8,1% et 10,4% et la marge opérationnelle courante entre 4,7% à 7,5% du chiffre d'affaires sur la période 2014-2018.

Résultat financier et résultat net

MFB présente structurellement un niveau d'endettement limité expliquant le faible coût de l'endettement financier. Le résultat financier est par ailleurs impacté par les gains ou pertes de change et les charges et produits financiers sur des instruments financiers.

Le résultat net part du groupe de MFB est fortement dépendant du résultat mis en équivalence de CIM dans la mesure où ce dernier constitue actuellement la majeure partie du résultat net de MFB, cette part ayant eu tendance à s'accroître au fil du temps (52% et 48% du résultat net respectivement lors des exercices 2009/2010 et 2010/2011 contre 81% et 82% lors des exercices 2016/2017 et 2017/2018).

II.E.2. Analyse du bilan

Tableau 4
Bilan consolidé de MFB depuis 2014

Bilan (M€) - au 30/06	2014	2015	2016	2017	2018
Immobilisations corporelles & incorporelles	34,4	36,2	35,5	34,3	40,5
Immobilisations financières (hors Participation)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Participation dans les entreprises associées	104,6	108,7	121,0	143,4	158,4
Immobilisations	139,6	145,4	157,1	178,3	199,6
Stocks	14,6	13,7	14,2	12,6	15,6
Créances d'exploitation	3,7	7,1	3,4	3,2	4,9
<i>En % du CA</i>	<i>3,5%</i>	<i>7,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,5%</i>	<i>5,7%</i>
Actif circulant	18,2	20,7	17,6	15,8	20,5
Trésorerie et équivalents de trésorerie ⁽¹⁾	3,8	0,0	1,8	6,4	0,0
Actif total	161,6	166,1	176,5	200,5	220,1
Fonds propres PdG	136,6	139,9	154,6	178,8	195,0
Minoritaires	-	-	-	-	-
Fonds propres	136,6	139,9	154,6	178,8	195,0
Provisions et impôts différés de passif nets ⁽²⁾	7,5	7,0	6,4	5,4	4,4
Engagements de retraite et avantages assimilés	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0
Dettes financières ⁽³⁾	0,1	1,3	0,2	0,0	0,4
Dettes financières et assimilés ⁽⁴⁾	1,2	2,3	1,2	1,1	1,4
Passif circulant	16,3	17,0	14,4	15,3	19,3
Passif total	161,6	166,1	176,5	200,5	220,1
BFR	2,0	3,8	3,2	0,6	1,2
<i>En % du CA</i>	<i>1,9%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,4%</i>	<i>0,6%</i>	<i>1,3%</i>
Dettes financières nettes ⁽⁴⁾	(2,6)	2,2	(0,6)	(5,3)	1,4
<i>Levier financier</i>	<i>(1,9%)</i>	<i>1,6%</i>	<i>(0,4%)</i>	<i>(3,0%)</i>	<i>0,7%</i>

Sources : MFB, Associés en Finance

⁽¹⁾ Dont comptes courants actifs

⁽²⁾ Les impôts différés de passifs sont essentiellement composés des provisions réglementées en lien avec la politique d'amortissement dérogatoire pratiquée par MFB.

⁽³⁾ Dont comptes courants passifs

⁽⁴⁾ Y compris les engagements de retraite et avantages assimilés

Les comptes courants d'actifs et de passifs, mis en place dans le cadre de la convention de trésorerie avec Soufflet Finances, permettent une gestion optimale entre les différentes entités du Groupe des besoins en financement ou des excédents de trésorerie. Ces comptes courants sont reclassés ici en trésorerie ou en dettes financières.

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (BFR) consolidé de MFB atteint 1,2 M€ à fin juin 2018. Structurellement, le BFR de MFB présente de faibles niveaux pour plusieurs raisons :

- Une partie des stocks n'est pas supportée par MFB mais par les agriculteurs ou par les collecteurs de malt. Ils sont stables à environ 14% du chiffre d'affaires ;
- L'existence des accords de péréquation au sein de la filière malterie du groupe Soufflet et les processus de refacturation internes réguliers qui en découlent limitent aussi le BFR opérationnel.

Composition de l'actif et structure financière

L'actif immobilisé du Groupe atteint 199,6 M€ au 30 juin 2018 : il est majoritairement constitué par la participation de MFB dans CIM (79% à fin juin 2018, valorisée dans les comptes à 158,4 M€). Le reste de l'actif immobilisé est constitué d'immobilisations corporelles (20% à fin juin 2018 soit 40,4 M€) qui comprennent les terrains, les constructions, les installations techniques et les machines.

L'activité de MFB présente structurellement un faible niveau d'endettement. Comme évoqué précédemment la dette financière et la trésorerie sont composées principalement des comptes courants passifs et actifs. Au 30 juin 2018, le niveau des comptes courants passifs atteint 0,4 M€. S'y ajoutent dans les calculs présentés dans le Tableau 4 les engagements de retraites autour de 1,0 M€. La dette nette de MFB s'établit à 1,4 M€ au 30 juin 2018.

II.E.3. Analyse du tableau de flux

Tableau 5
Tableau de flux consolidé de MFB depuis 2014

Tableau de flux (M€) - au 30/06	2014	2015	2016	2017	2018
Capacité d'autofinancement	3,1	3,5	7,9	6,5	5,5
Variation du BFR	0,5	(1,2)	0,9	3,0	(4,8)
Flux net de trésorerie généré par l'activité	3,6	2,3	8,8	9,5	0,7
<i>En % du CA</i>	<i>3,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,2%</i>	<i>0,9%</i>
Investissements en immobilisations, nets de cessions	(4,9)	(4,3)	(3,8)	(2,2)	(5,0)
<i>En % du CA</i>	<i>(4,7%)</i>	<i>(4,6%)</i>	<i>(4,1%)</i>	<i>(2,3%)</i>	<i>(5,7%)</i>
Investissements en immobilisations fin. nets de cessions	0,0	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)
Dividendes reçus	-	0,1	0,0	0,0	0,0
Flux net de trés. lié aux investissements	(4,9)	(4,2)	(3,8)	(2,1)	(4,9)
<i>En % du CA</i>	<i>(4,7%)</i>	<i>(4,5%)</i>	<i>(4,0%)</i>	<i>(2,3%)</i>	<i>(5,7%)</i>
Flux générés par l'activité post investissements	(1,3)	(1,9)	5,0	7,4	(4,2)
<i>En % du CA</i>	<i>(1,3%)</i>	<i>(2,0%)</i>	<i>5,3%</i>	<i>7,9%</i>	<i>(4,8%)</i>
Versement de dividendes	(2,7)	(2,9)	(2,2)	(2,7)	(2,5)
Encaissement net d'emprunts	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	-
Flux net de trés. lié aux financements	(2,8)	(3,0)	(2,2)	(2,7)	(2,5)
<i>En % du CA</i>	<i>(2,6%)</i>	<i>(3,2%)</i>	<i>(2,4%)</i>	<i>(2,9%)</i>	<i>(2,9%)</i>
Incidence des variations de taux de change	-	-	-	-	-
Flux net de trésorerie	(4,1)	(4,8)	2,8	4,6	(6,7)

Sources : MFB, Associés en Finance

Investissements

Les investissements réalisés par MFB couvrent l'entretien de ses sites de production et l'augmentation de ses capacités de production. Sur la période 2014-2018, les investissements en immobilisations ont oscillé entre 2,3% à 5,7% du chiffre d'affaires. En 2018, MFB a entamé la construction d'une nouvelle touraille (four de séchage) sur le site de Pithiviers afin d'augmenter la capacité de production de l'usine. A cet égard, il convient de noter que MFB a fonctionné ces dernières années à des taux d'utilisation assez élevés de la capacité de ses sites de production.

Flux générés par l'activité post investissements

Après prise en compte des investissements, MFB a généré en agrégé entre 2014 et fin juin 2018 un *free cash-flow* cumulé post investissements de 5 M€, soit environ 1% du chiffre d'affaires total réalisé sur la période. Il est à noter que CIM ne verse pas de dividende à MFB.

Distribution de dividendes

La Société a distribué des dividendes durant chaque exercice de la période étudiée. Les niveaux des dividendes varient entre 11% et 28% du résultat net part du groupe (dont résultat mis en équivalence de CIM). Ils ont évolué entre 2,5 M€ et 2,9 M€.

II.F. Analyse financière de CIM (participation de MFB)

L'activité de CIM est exposée aux mêmes marchés sous-jacents que MFB. Néanmoins, les dynamiques de marché à considérer sont celles des marchés d'Europe Centrale et de la Communauté des Etats Indépendants (CEI). Par ailleurs, il n'existe pas d'accord de péréquation entre CIM et le Groupe Soufflet.

II.F.1. Analyse du compte de résultat

Tableau 6
Compte de résultat consolidé de CIM depuis 2014

Compte de résultat (M€) - au 30/06	2014	2015	2016	2017	2018
Tonnages vendus (t)	932 466	874 616	936 720	1 007 362	1 014 409
<i>Croissance</i>	<i>3,0%</i>	<i>(6,2%)</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,5%</i>	<i>0,7%</i>
Chiffre d'affaires consolidé	385,0	332,0	335,1	358,4	359,4
<i>Croissance</i>	<i>(4,7%)</i>	<i>(13,8%)</i>	<i>0,9%</i>	<i>6,9%</i>	<i>0,3%</i>
Achats consommés	(290,7)	(244,4)	(239,6)	(253,2)	(256,1)
Charges externes	(32,2)	(31,4)	(30,8)	(33,9)	(33,5)
Charges de personnel	(9,8)	(9,4)	(9,2)	(9,3)	(9,9)
<i>En % du CA</i>	<i>(2,6%)</i>	<i>(2,8%)</i>	<i>(2,7%)</i>	<i>(2,6%)</i>	<i>(2,8%)</i>
Impôts et taxes	(1,2)	(1,1)	(1,0)	(1,2)	(1,1)
Autres produits et charges op. courantes	(0,4)	(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
EBITDA	50,6	45,2	54,4	60,6	58,5
<i>Marge d'EBITDA (%)</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,6%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,9%</i>	<i>16,3%</i>
Dotations et reprises aux amort. & provisions	(9,2)	(9,8)	(8,7)	(9,2)	(9,3)
Résultat opérationnel courant	41,3	35,4	45,8	51,4	49,2
<i>Marge opérationnelle courante (%)</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,7%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,3%</i>	<i>13,7%</i>
Autres produits et charges opérationnels non courants	(1,1)	(2,0)	1,2	0,1	0,3
Résultat opérationnel	40,2	33,5	47,0	51,5	49,5
<i>Marge opérationnelle (%)</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,1%</i>	<i>14,0%</i>	<i>14,4%</i>	<i>13,8%</i>
Coût de l'endettement financier	(9,1)	(7,9)	(7,2)	(4,6)	(5,3)
Autres produits et charges financières	(7,8)	(3,8)	1,1	4,9	0,2
Résultat avant impôts	23,3	21,8	40,9	51,8	44,3
Impôts totaux	(4,2)	(4,5)	(7,3)	(9,6)	(9,1)
Résultat net après impôts	19,2	17,3	33,5	42,2	35,2
<i>Marge nette (%)</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,2%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,8%</i>	<i>9,8%</i>
Minoritaires	(0,3)	(0,2)	(1,2)	(0,9)	(1,1)
Quote-part de résultat dans les entreprises associées	-	-	-	-	-
Résultat net comptable part du groupe	18,9	17,1	32,4	41,4	34,1

Sources : MFB, CIM, Associés en Finance

Chiffre d'affaires

Lors des exercices 2014 et 2015, l'activité de CIM en Russie et en Ukraine a été impactée négativement par les crises économiques et les mesures restrictives contre la consommation d'alcool dans ces deux pays.

Bien que la situation en Russie et en Ukraine reste incertaine, CIM a réussi à signer un LTA avec l'un des principaux brasseurs en Ukraine en 2016 et à se développer auprès des brasseurs indépendants russes. De plus, les bonnes performances au Kazakhstan et en Roumanie ainsi que la baisse des prix

de l'énergie ont permis de retrouver une croissance positive dès 2016, à +0,9% pour un chiffre d'affaires à 335,1 M€, qui s'est confirmée jusqu'en 2017/2018 (chiffre d'affaires de 359,4 M€).

De par sa situation géographique, l'activité de CIM génère un risque de change, notamment un risque de conversion pour l'établissement des comptes en euros. Pour illustration de ce phénomène, on peut mentionner l'exercice 2016/2017, durant lequel le tonnage vendu a progressé de 7,1% tandis que le chiffre d'affaire affichait une progression réduite à 0,9% (l'évolution du prix de l'orge et du malt impact également la tendance de croissance).

Sur le dernier exercice, la faiblesse de la croissance du chiffre d'affaires (+0,3%) résulte en particulier du recul des ventes en République Tchèque, ce pays étant le premier contributeur du chiffre d'affaire de CIM.

Coût des ventes, frais généraux et marges

Comme pour MFB, les charges sont principalement constituées du coût des matières premières (orge) et de l'énergie. Les fonctions transversales (administration, achats, ressources humaines, etc.) sont directement assurées par CIM.

La baisse des coûts entre 2014 et 2016 reflète deux types de phénomènes : d'une part, la baisse des achats consommés en euros reflétant les effets de change sur les pays de la Communauté des Etats Indépendants, et d'autre part une baisse des coûts de production en Europe Centrale (baisse de la consommation et baisse des coûts de l'énergie).

Entre 2014 et 2016, les charges de personnel sont restées stables en pourcentage du chiffre d'affaires en moyenne à 2,7%. CIM bénéficie d'un coût de la main d'œuvre plus faible que celui de MFB. Cet élément, couplé à un coût plus faible des achats consommés, explique la différence de marge entre CIM et MFB (marge d'EBITDA 2017/2018 de CIM à 16,3% contre 8,1% pour MFB).

Résultat financier et résultat net

L'analyse du bilan de CIM, réalisée ci-après, montre que la société est structurellement en situation de trésorerie nette positive. Pour autant, la société enregistre certaines années un résultat financier négatif. Ceci s'explique par le poids des effets de change, et les résultats sur les couvertures de change (dont le sens varie dans le temps). Par ailleurs, CIM a recours à l'affacturage pour pallier les délais de règlement des clients, dont le coût vient amputer le résultat financier.

Enfin, après les deux années 2013/2014 et 2014/2015 pénalisées par la situation en Ukraine et en Russie, le résultat net part du groupe s'est nettement redressé jusqu'à atteindre 41,4 M€ en 2016/2017. Son recul à fin juin 2018 s'explique d'une part par le tassement de la marge opérationnelle et d'autre part, par l'absence d'effet positif des changes et couvertures de change (contrairement à l'année précédente).

II.F.2. Analyse du bilan

Tableau 7
Bilan consolidé de CIM depuis 2014

Bilan (M€) - au 30/06	2014	2015	2016	2017	2018
Total immobilisations	152,1	142,3	133,2	133,7	134,4
Autres actifs non courants	0,9	1,0	0,5	0,9	0,7
Actif courants	206,9	203,1	219,6	261,4	293,6
Actif total	359,9	346,4	353,3	396,0	428,7
Fonds propres PdG	218,6	227,1	253,1	299,9	331,5
Minoritaires	4,8	3,4	3,5	5,8	6,5
Fonds propres	223,4	230,5	256,6	305,7	338,0
Emprunts et dettes assimilées non courants	7,2	7,6	7,0	10,5	5,6
Autres passifs non courants	7,7	7,2	7,7	8,3	8,1
Passifs courants	121,7	101,1	82,0	71,6	77,0
Passif total	359,9	346,4	353,3	396,0	428,7

Sources : MFB, CIM, Associés en Finance

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement de CIM est plus élevé que celui de MFB. En effet, CIM ne fait pas partie du périmètre du contrat de péréquation, ce qui l'amène à porter les créances clients des brasseurs. Pour faire face à l'allongement des délais de paiements de plus grands brasseurs, CIM a recours à l'affacturage. Le montant des créances affacturées au 30 juin 2018 est de 77,6 M€.

Le BFR de CIM atteint 19,4% du chiffre d'affaires en moyenne sur les trois derniers exercices.

Composition de l'actif et structure financière

L'actif total de CIM atteint 428,7 M€ en 2018 dont 31% composés par les immobilisations (principalement constituées des immobilisations corporelles).

Le reste de l'actif total est composé des actifs courants, à savoir les stocks, les créances d'exploitation, les comptes courants actifs et la trésorerie.

Comme pour MFB, la convention de trésorerie entre filiales du groupe Soufflet se traduit par l'existence de comptes courants actifs et passifs. CIM est structurellement en situation de trésorerie nette positive, dont une partie correspond au cash apporté par l'affacturage. La position de trésorerie positive de CIM, retraitée de l'effet de l'affacturage, est de 58,5 M€ au 30 juin 2018.

Les autres passifs non courants tiennent compte des engagements pour retraites et principalement des impôts différés de passif.

III. Evaluation des Malteries Franco-Belges et analyse de l'Offre

En préliminaire, il convient de noter que le dividende au titre de l'exercice 2017/2018, qui sera voté par la prochaine Assemblée Générale des Actionnaires, sera détaché post clôture de l'Offre. Le prix de l'Offre s'entend donc dividende attaché, de même que les valorisations présentées ci-après.

III.A. Accords entre les parties

Les accords opérationnels déjà décrits (accords de péréquation, convention de trésorerie) pré-existent à la présente Offre et contribuent à un fonctionnement optimisé des coûts sur toute l'activité malterie du groupe Soufflet, dont bénéficie MFB dans sa gestion au quotidien (mutualisation des coûts et des fonctions centrales). Ces accords ne constituent donc pas un avantage particulier au bénéfice de Malteries Soufflet, initiateur de l'Offre.

Par ailleurs, il n'existe aucun accord connexe à l'Offre dont nous ayons eu connaissance susceptible d'induire un avantage spécifique pour l'initiateur de l'Offre.

III.B. Méthodes de valorisation écartées

- **Transactions récentes sur le capital**

Aucune opération significative n'est intervenue sur le capital de MFB sur les douze derniers mois. L'initiateur de l'Offre n'est pas procédé à des achats ou des ventes de titres MFB sur cette période.

- **Méthode de l'actif net comptable**

La valorisation par les capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société. A titre d'information, l'actif net par action ressortant des derniers comptes publiés par MFB s'établit à 393,1 € par action au 30 juin 2018.

- **Méthode de l'actif net réévalué**

La méthode de l'actif net réévalué permet de déterminer la valeur des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings ce que n'est pas MFB. Toutefois, les travaux menés conduisent à une revalorisation de la participation de MFB dans CIM.

- **Valorisation par les dividendes**

Cette approche consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. Cette méthode n'a pas été retenue, dans la mesure où lui a été préférée la méthode *DCF to Equity*, qui prend en compte la capacité de distribution de flux aux actionnaires sous contrainte de levier cible.

- **Objectifs de cours des analystes**

Le titre MFB n'étant suivi par aucun analyste financier, cette méthode ne peut pas être mise en œuvre.

- **Méthode par les transactions comparables**

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques.

Associés en Finance a étudié les transactions intervenues dans le secteur. Plusieurs transactions ont été réalisées, pour autant cette méthode n'a pas été retenue, dans la mesure où les transactions sont relativement anciennes ou les informations financières ne sont pas toujours connues. Quelques opérations réalisées sur les 8 dernières années sont présentées ci-après à titre purement informatif.

Le Tableau 8 présente les caractéristiques des différentes transactions examinées sur des sociétés opérant sur le segment du maltage. Six transactions ont été identifiées entre 2013 et 2009³.

Tableau 8
Informations sur les transactions présentées à titre informatif

Date d'annonce	Cible		Acquéreur		Données fin. (M€)		Multiples (LTM)			Marges (LTM)	
	Nom	Pays	Nom		% acquis	VE	CA	EBITDA	EBIT	EBITDA	EBIT
5-août-13	Joe White Maltings Pty. Ltd.	Australie	Cargill Australia Limited		100%	292	1,6x	nd	nd	nd	nd
18-oct.-12	GrainCorp Limited	Australie	Archer-Daniels-Midland Company		10%	2108	0,8x	6,2x	7,7x	13,0%	10,4%
1-juil.-11	Raisio Malt Ltd.	Finlande	Viking Malt Oy		100%	17	0,9x	nd	nd	nd	nd
25-juil.-11	Schill Malz GmbH	Allemagne	GrainCorp Limited		100%	40	nd	nd	nd	nd	nd
11-févr.-10	Ensemble d'actifs de maltage de Greencore Group	Irlande	Boortmalt (Axereal)		100%	111	0,5x	nd	5,4x	nd	9,4%
5-oct.-09	United Malt Holdings	Etats-Unis	GrainCorp Limited		100%	474	0,7x	5,7x	nd	11,8%	nd
Moyenne							0,9x	5,9x	6,5x	12,4%	9,9%
Médiane							0,8x	5,9x	6,5x	12,4%	9,9%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : VE : Valeur d'entreprise implicite de la cible (y compris endettement financier net, intérêts minoritaires et hors actifs hors exploitation). LTM : Last Twelve Months

Les informations financières disponibles sur ces transactions sont très partielles. En effet, seuls deux multiples d'EBITDA ou d'EBIT sont disponibles au maximum. Les multiples de chiffre d'affaires ne sont pas pertinents, étant donné les différences de marge opérationnelle entre ces différentes sociétés.

De plus, les valorisations sur le secteur du maltage sont fortement influencées par les cours du malt au moment des transactions. Ainsi, la période 2009-2013 apparaît trop éloignée dans le temps et décorrélée de la réalité actuelle du marché du malt.

Pour toutes ces raisons – absence d'informations financières publiques, absence de données fiables sur les multiples pertinents et contexte de transactions trop éloigné dans le temps – Associés en Finance considère que cette méthode ne peut être retenue comme pertinente pour l'analyse de la présente Offre.

On peut ajouter que deux transactions ont été menées par Malteries Soufflet et CIM récemment :

- En janvier 2015, Malteries Soufflet réalise l'acquisition des activités de malterie de *Molson Coors*, à Burton-upon-Trent, en Grande-Bretagne
- Lors de l'exercice 2016/2017, CIM a finalisé l'acquisition des 30% restant du capital de Malteries Soufflet St Pétersbourg (MSSP). MSSP était détenu jusque-là par CIM et *Baltika* (brasseur russe) filiale du brasseur Carlsberg, respectivement à 70% et 30%. Dans le cadre de la transaction, la Société Européenne de Malteries (SEM) a été créée et a réalisé une augmentation de capital réservée à Nord Est Expansion (filiale du Crédit-Agricole Nord-Est). SEM, dont le capital est détenu à 70% par CIM et à 30% par Nord Est Expansion, détient 100% de MSSP.

Etant donné l'absence d'informations publiques concernant ces deux transactions, elles ne peuvent être incluses dans une méthode de valorisation par les transactions comparables.

³ Il convient de noter que plusieurs autres transactions sur des acteurs du maltage ont été identifiées, elles ne sont toutefois pas reprises dans le Tableau 8, compte tenu de l'absence d'informations chiffrées sur ces transactions.

Enfin, des rumeurs de marché font état d'un intérêt de GrainCorp pour la division malteries de Cargill. Le caractère incertain de cette opération et le manque d'informations conduisent à ne pas l'inclure dans les travaux de valorisation.

III.C. Méthodes de valorisation retenues

III.C.1. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée. La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

Compte tenu de la spécificité de l'activité de MFB et de CIM, deux échantillons ont été construits. Le premier (Tier 1) est constitué de trois sociétés dont les activités et les niveaux de marges sont similaires, il s'agit de sociétés spécialisées dans la transformation agricole, actives ou non dans la malterie : Graincorp, China Agri-Industries et Bonduelle. Le second échantillon (Tier 2) est composé des brasseurs, clients de MFB, possédant également une activité de malterie : Ab InBev, Heineken et Molson Coors, respectivement premier, dixième et dix-septième malteurs mondiaux.

La moyenne des marges d'EBITDA et d'EBIT 2018^E des sociétés du premier échantillon ressort respectivement à 5,7% et 3,2%. Le Tableau 22, en annexe 3, reprend les caractéristiques opérationnelles des sociétés présentées.

Les multiples boursiers indiqués dans le Tableau 9 sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur un mois au 31 octobre 2018.

Tableau 9
Multiples boursiers de l'échantillon présenté à titre indicatif (M€)

	Capitalisation	Valeur	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
Société	boursière	d'entreprise	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
Tier 1											
Graincorp	1 128,2	1 976,0	0,6x	0,6x	0,5x	8,6x	9,6x	7,7x	17,4x	24,7x	15,5x
China Agri-Industries	1 722,9	3 342,7	0,3x	0,3x	0,3x	7,6x	7,4x	6,9x	12,9x	11,2x	9,9x
Bonduelle	899,3	1 557,6	0,6x	0,5x	0,5x	7,8x	6,8x	6,0x	12,6x	11,6x	10,0x
Moyenne			0,5x	0,5x	0,4x	8,0x	7,9x	6,9x	14,3x	15,8x	11,8x
Mediane			0,6x	0,5x	0,5x	7,8x	7,4x	6,9x	12,9x	11,6x	10,0x
Tier 2											
AB InBev	147 462,1	252 504,7	5,1x	5,0x	4,7x	12,9x	12,2x	11,3x	15,9x	15,1x	13,9x
Heineken	46 169,4	59 346,4	2,6x	2,5x	2,4x	11,8x	10,7x	10,0x	16,7x	14,7x	13,5x
Molson Coors	11 158,9	19 834,4	2,1x	2,0x	1,9x	8,9x	8,7x	8,2x	13,3x	13,2x	12,3x
Moyenne incluant les brasseurs			1,9x	1,8x	1,7x	9,6x	9,2x	8,4x	14,8x	15,1x	12,5x
Médiane incluant les brasseurs			1,3x	1,3x	1,2x	8,7x	9,2x	8,0x	14,6x	14,0x	12,9x

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : données financières calendarisées au 30 juin (pour correspondre à la clôture de l'exercice de MFB et CIM) ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré.

Bien que les sociétés présentées soient actives sur le segment du malt (sauf Bonduelle), la méthode de valorisation par les multiples n'est présentée qu'à titre indicatif pour les raisons suivantes :

- Les sociétés présentées sont de taille bien plus importante et ont des activités beaucoup plus diversifiées que MFB et CIM. Pour exemple, leur chiffre d'affaires 2017 allait de 2,3 Mds€ pour Bonduelle à 45,0 Mds€ pour ABInBev contre 87 M€ pour MFB et 359 M€ pour CIM. Elles bénéficient à ce titre d'une prime de taille par rapport à MFB et CIM.
- Les sociétés des deux échantillons opèrent sur des segments d'activités plus diversifiés que MFB et l'activité de malterie ne représente qu'une partie minoritaire de leur chiffre d'affaires consolidé. GrainCorp, qui est le comparable le plus proche de MFB en termes d'activité, réalise seulement 23% de son chiffre d'affaires consolidé au travers de l'activité de maltage (ses autres activités étant les graines et les huiles). China Agri Industries réalise seulement 3% de son chiffre d'affaires dans le maltage (la société est active principalement dans les oléagineux, le riz et le blé). Bonduelle n'intervient pour sa part pas du tout dans la malterie. Leur périmètre géographique est également assez différent (pour GrainCorp, il s'agit principalement de l'Australie et de l'Asie, et pour China Agri Industries, de l'Asie).
- Les brasseurs présentés dans le *Tier 2*, bien que présents sur le segment du maltage, réalisent des niveaux de marge d'EBITDA (cf. en annexe 3 le Tableau 22) nettement plus élevés que MFB, grâce à leur intégration verticale dans la chaîne de valeur de la bière (maltage – brassage – embouteillage) et à la concentration du marché des brasseurs.
- Bien que les niveaux de marge d'EBITDA de Bonduelle ainsi que son exposition aux risques météorologiques soient semblables à MFB, son activité est principalement orientée vers la grande consommation (existence d'une marque Bonduelle) et est plus diversifiée que celle de MFB.

Pour ces différentes raisons, la méthode de valorisation par multiples ne peut être présentée qu'à **titre indicatif**.

Les résultats de l'application de cette méthode sont toutefois présentés ci-dessous à titre informatif, sur la base des multiples VE / EBITDA et VE / EBIT (les multiples de CA sont peu pertinents compte tenu des différences de marges).

En appliquant les multiples médians VE / EBITDA et VE / EBIT 2018, 2019E et 2020E du premier groupe de l'échantillon (*Tier 1*), aux prévisions d'EBITDA et d'EBIT de MFB, la valeur des fonds propres de l'action MFB ressort à 258,5 M€ soit 521,2 € par action. Cette valorisation prend en compte la valeur de marché de la participation dans CIM, en appliquant aux agrégats de la société les mêmes multiples. Toutefois, pour tenir compte de la différence de risque de CIM (implantation dans des pays à risque géopolitique), et du fait qu'elle n'est pas cotée, une décote de 25% est appliquée sur ces multiples pour CIM. La valeur de la participation dans CIM ressort alors à 197,8 M€. Rappelons que ces résultats ne sont présentés qu'à **titre indicatif** compte tenu des remarques formulées plus haut.

III.C.2. Examen du cours de bourse

L'examen de l'évolution du cours de l'action de MFB est mené au 31 octobre 2018.

Entre fin mai 1997 et avril 2009, le cours de l'action a évolué en moyenne autour de 100 €. Depuis 2009, le cours de l'action a fortement progressé, en particulier depuis 2016. Il enregistre toutefois un recul depuis le début de l'année 2018, à l'image d'un marché boursier déprimé. A la clôture du 31 octobre 2018, le cours de MFB s'établit à 490 €.

Analyse sur longue période (2012-2018)

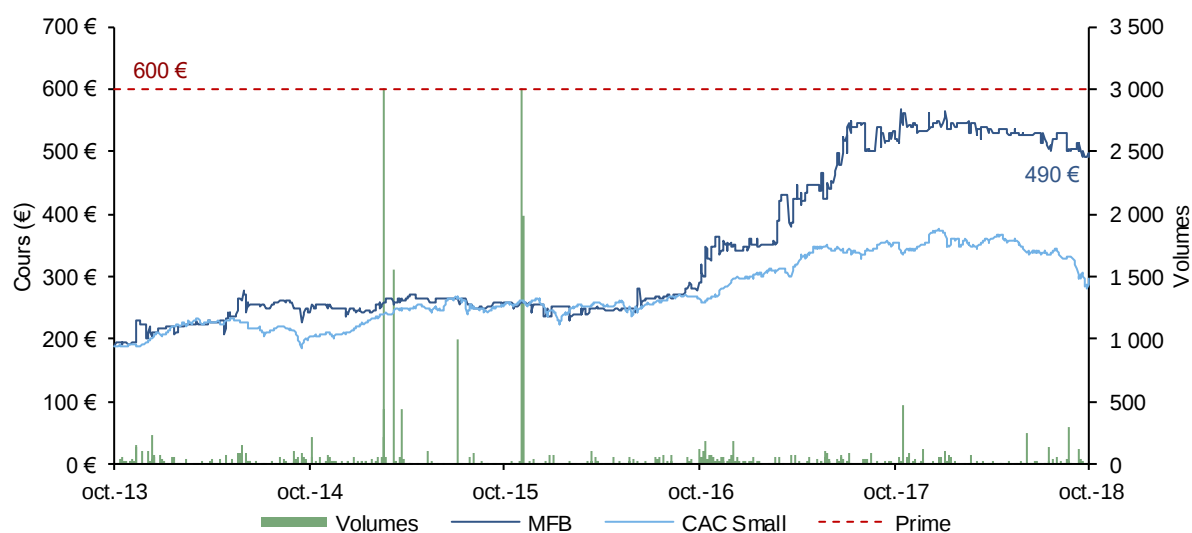
Entre fin septembre 2012 et juillet 2014, le cours de l'action est en hausse de plus de 100% (ajusté des dividendes) et atteint un pic relatif à 278 € le 1^{er} juillet 2014, contre une hausse de 57% pour l'indice CAC Small (dividendes inclus).

Entre fin juillet 2014 et fin juin 2016, l'action se stabilise autour de 260 € en moyenne. A partir de juillet 2016, le titre MFB entame une période nettement haussière à l'annonce d'une excellente année 2015/2016, avec un résultat net soutenu par celui de CIM, en croissance de plus de 90%. L'action atteint son pic historique de 568€ le 13 novembre 2017. Ainsi, entre le 30 juin 2016 et le 13 novembre 2017, le cours de l'action de MFB progresse de +133% (ajusté des dividendes) et surperforme le CAC Small (dividendes inclus) qui progresse de 40% sur la même période.

Fin mars 2018, la société a publié des résultats semestriels en perte de vitesse concernant MFB et CIM. Depuis le début de l'année 2018, le cours de bourse de MFB a perdu environ -8%, dans un contexte dégradé sur les marchés financiers (l'indice CAC Small a perdu sur la même période -16%), et le titre MFB cote 490 € au 31 octobre 2018.

Il convient de souligner que les volumes échangés sur le titre MFB sont très faibles et s'établissent, sur les 5 dernières années, en moyenne à 20 actions par jour de bourse.

Figure 19
Evolution boursière de l'action MFB sur cinq ans (31 octobre 2013 – 31 octobre 2018)

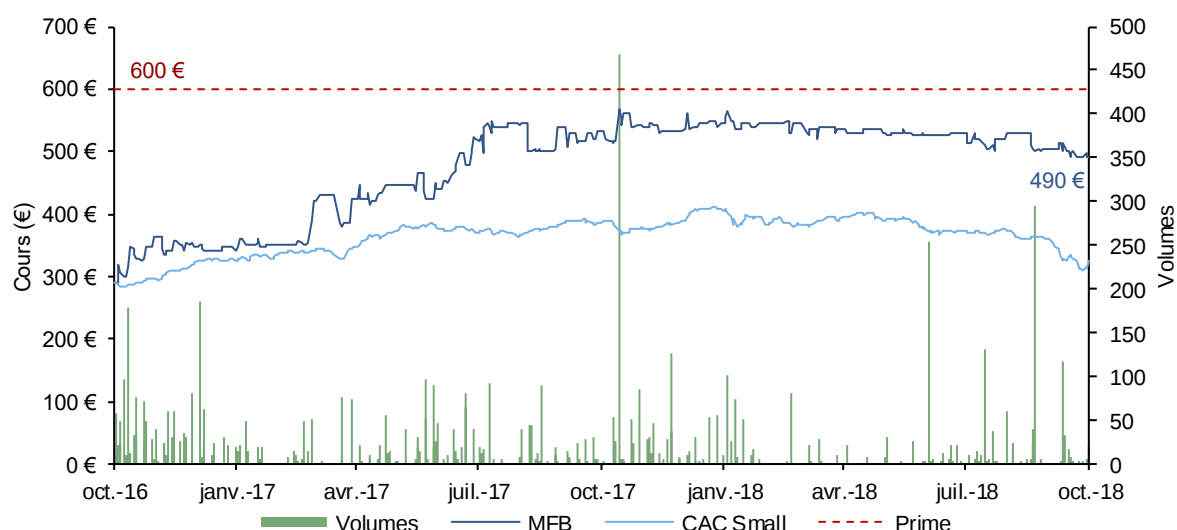


Source : Capital IQ

Analyse sur période courte (2016-2018)

Sur les deux dernières années, le cours de l'action de MFB a oscillé entre 291 € le 31 octobre 2016 et 568 € le 13 novembre 2017. Sur la période octobre 2016 / octobre 2018, le titre a enregistré une performance de +73% (ajusté des dividendes) contre +14% pour l'indice CAC Small (dividendes inclus).

Figure 20
Evolution boursière de l'action MFB (31 octobre 2016 – 31 octobre 2018)



Source : Capital IQ

Volumes échangés : une action dont la liquidité est faible

Le titre MFB n'est pas coté en continu mais sous le système du double fixing (dans lequel les transactions sont centralisées deux fois par séance pour donner lieu à cotation éventuelle, à 11h30 et à 16h30). Les volumes échangés sur le titre MFB ont en pratique été très faibles sur les 250 derniers jours (cf. Tableau 10) : le nombre d'actions échangées en moyenne sur cette période s'est établi à 13 par séance de bourse. En cumul, 3 150 actions ont été échangées au cours des 250 derniers jours, ce qui représente moins de 10% du flottant de la société, et un montant total de 1,7M€. Sur cette base, il faudrait ainsi plus de douze années pour échanger l'intégralité du flottant de MFB.

Sur cette même période (arrêtée au 31 octobre 2018), l'action MFB n'a donné lieu à des échanges que lors de 51% des séances de bourse.

Les faibles volumes échangés sont le reflet de la faible liquidité du titre, que l'on peut relier à son faible flottant (moins de 8%), ce qui explique aussi que MFB ne soit suivi par aucun analyste financier.

Tableau 10
Volumes échangés de l'action MFB au 31 octobre 2018

Date	VWAP	Nbre moyen d'actions échangées	Montants moyens échangés (€)	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	Montants cumulés échangés (€)	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)
31-oct.-18	490,00	30,0	14 700	0,006%	0,076%	30	14 700	0,01%	0,08%
Moy. 20 jours	498,24	12,7	6 303	0,003%	0,032%	253	126 054	0,05%	0,64%
Moy. 40 jours	501,25	15,9	7 970	0,003%	0,040%	636	318 794	0,13%	1,62%
Moy. 60 jours	506,64	16,1	8 174	0,003%	0,041%	968	490 429	0,20%	2,46%
Moy. 120 jours	513,04	12,1	6 221	0,002%	0,031%	1 455	746 479	0,29%	3,70%
Moy. 250 jours	531,53	12,6	6 697	0,003%	0,032%	3 150	1 674 343	0,64%	8,01%

Sources : Bloomberg, Associés en Finance / VWAP : cours moyen pondéré par les volumes

Volatilité du cours de l'action MFB

La volatilité du cours d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de performances boursières. Les volatilités ci-dessous sont calculées sur la base de séries de rentabilité quotidienne historiques du cours de clôture de MFB et de l'indice CAC Small (60 jours). En moyenne, la volatilité de MFB est nettement supérieure à celle de l'indice CAC Small, particulièrement au cours de l'année 2014 et entre 2016 et 2017. Au cours de ces deux dernières années, la volatilité de MFB a évolué entre 14% et 42% contre une volatilité comprise entre 7% et 12% pour l'indice CAC Small. Depuis fin 2017, la volatilité de MFB est en baisse et au 31 octobre 2018, elle s'établit à 15,2% contre 12,5% pour l'indice CAC Small.

La forte volatilité du titre MFB à certaines périodes (cf. Figure 21 et Figure 22) relève à la fois :

- D'un effet mécanique dû aux faibles volumes échangés et à sa faible liquidité : l'action de la Société n'étant échangée qu'épisodiquement et la profondeur du carnet d'ordre étant réduite, le passage d'un ordre significatif peut avoir un effet important sur le cours de l'action, engendrant de la volatilité ;
- D'un effet technique lié au *tick*⁴ : relativement significatif par rapport au cours de l'action. En effet, le *tick* sur MFB est de 5 euros au-delà d'un cours de 500 € et de 2 € pour un cours entre 200 € et 500 €. Cela correspond à une variation minimale de respectivement 0,99% et 0,39%, sur la base du cours moyen de clôture sur trois mois.

Figure 21

Volatilité 6 mois du cours de l'action MFB et de l'indice CAC Small sur la période 2013 - 2018

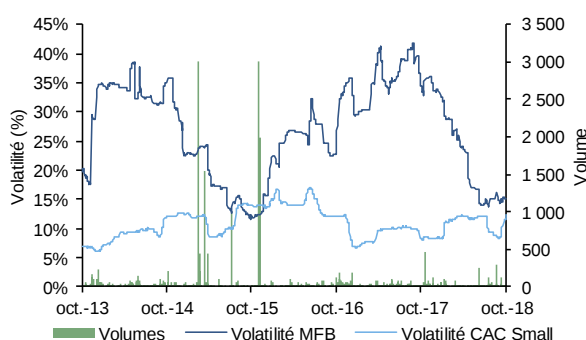
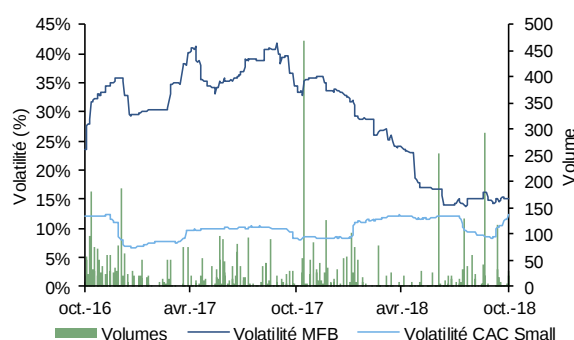


Figure 22

Volatilité 6 mois du cours de l'action MFB et de l'indice CAC Small sur la période 2016 - 2018



Sources : Bloomberg, Associés en Finance

Prime extériorisée par l'OPAS

A la clôture le 31 octobre 2018, 30 actions MFB ont été échangées sur le marché. Les cours cotés actuellement, compte tenu des tensions sur les marchés financiers constatées au mois d'octobre 2018, correspondent à des cours à leur plus bas sur l'année écoulée.

Les périodes indiqués dans le tableau correspondent aux jours d'ouverture de la Bourse de Paris (et non aux seuls jours de cotation du titre MFB).

Le prix de l'OPAS de 600 € extériorise des primes significatives par rapport au cours coté. Ce prix d'Offre s'établit à un niveau supérieur de +22,4% au cours moyen pondéré du 31 octobre 2018 et

⁴ Le *tick* correspond à l'échelon de cotation, et donne la variation minimale du titre.

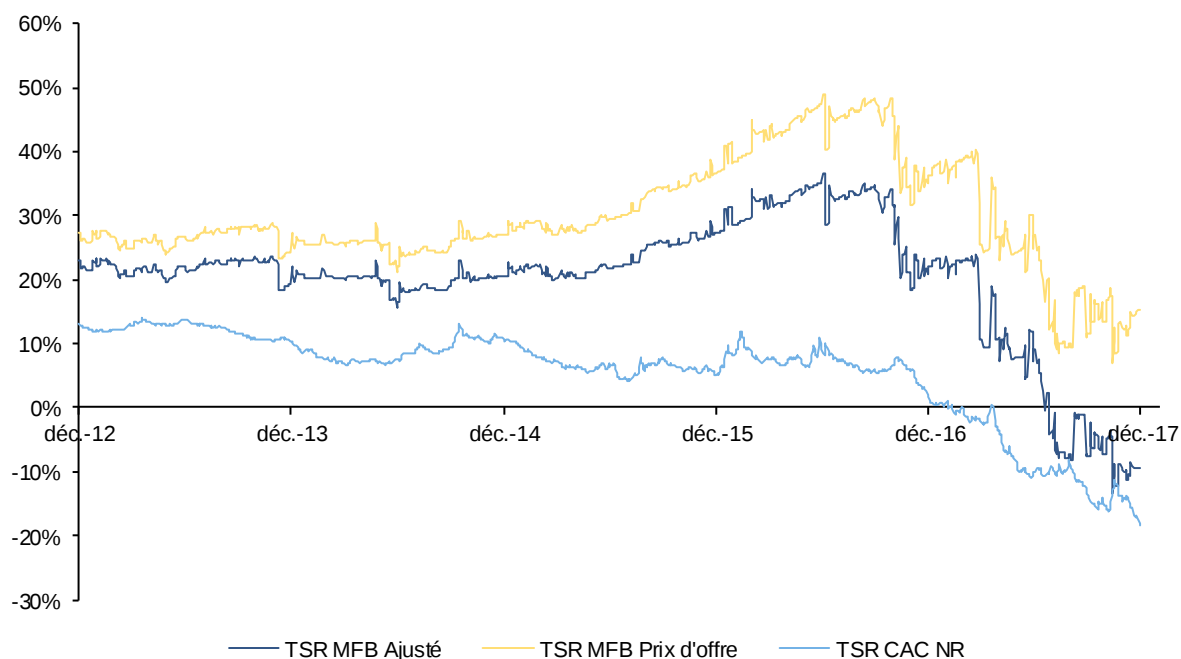
extériorise des primes de respectivement +20,4%, 18,4% et 12,9% par rapport aux cours pondérés par les volumes sur 20, 60 et 250 jours de bourse (cf. Tableau 11).

Tableau 11
Cours moyen à la clôture au 31 octobre 2018 et écart par rapport au prix de l'OPAS

Données boursières		Cours	Prime
Cours de clôture au 31 octobre 2018		490,00	22,4%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 20 jours		498,24	20,4%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 40 jours		501,25	19,7%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 60 jours		506,64	18,4%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 120 jours		513,04	16,9%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 250 jours		531,53	12,9%
<i>Plus haut sur 250 jours</i>	<i>13-nov.-17</i>	568,00	5,6%
<i>Plus bas sur 250 jours</i>	<i>31-oct.-18</i>	490,00	22,4%

Sur les 250 derniers jours arrêtés au 31 octobre 2018, ainsi que sur très longue période (depuis 1989), le cours du titre n'a jamais atteint un cours équivalent au prix d'offre de 600 € (le pic historique s'est établi à 568 € le 13 novembre 2017). Plus généralement, l'actionnaire, qui apporterait ses titres MFB à l'Offre publique au prix de 600 € par action, réaliserait, quelle que soit la date de son investissement sur les cinq dernières années, une performance annualisée y compris dividendes (cf. ci-dessous Figure 23) très nettement supérieure à celle qu'il aurait obtenue en investissant dans l'indice CAC Small (dividendes inclus).

Figure 23
Total Shareholder Return (TSR) entre 2012 et 2017 (performance annualisée)⁵



Source : Associés en Finance

III.C.3. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie

III.C.3.a. Méthodologie

Méthodes DCF to Firm et DCF to Equity

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et des éléments de contexte économique et concurrentiel, MFB a été modélisée selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation *DCF to Equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to Firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

⁵ Pour des soucis de lisibilité du graphique, le graphique s'arrête à une date d'investissement à fin décembre 2017. Au-delà de cette date, l'annualisation des calculs conduit à faire ressortir une volatilité des performances, en fonction des rentabilités au jour le jour du titre.

Ces deux modèles de valorisation, *DCF to Equity* et *DCF to Firm*, sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont régulièrement diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients, indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Les deux méthodes ont été mises en œuvre sur la base des mêmes flux issus du plan d'affaires communiqué par MFB et des prévisions élaborées à long terme par Associés en Finance. Elles diffèrent notamment par la manière d'agréger ces flux et par les taux d'actualisation utilisés.

La Société a communiqué à Associés en Finance un plan d'affaires pluri-annuel 2019-2021 pour MFB et des plans d'affaires sur la même période pour chacune des entités du groupe CIM. Au-delà du plan d'affaires, Associés en Finance a élaboré un scénario prévisionnel à plus long terme, cohérent avec les données attendues sur le secteur agro-alimentaire et du secteur des brasseurs dans Trival®.

La société MFB a été valorisée en *stand alone*, CIM a été valorisée séparément pour tenir compte de ses caractéristiques spécifiques. La quote-part de CIM détenue par MFB a été prise en compte pour MFB en tant que valeur de participation.

III.C.3.b. Estimation des flux prévisionnels

Estimations sur la période 2019-2021 et extrapolation 2022-2050

Dans son estimation des flux prévisionnels, Associés en Finance a tenu compte des éléments à court terme communiqués par la Société, ainsi que des tendances qui ressortent des résultats annuels 2017/2018.

La Société a communiqué les plans d'affaires de MFB et de chacune des filiales de CIM pour les exercices 2018/2019, 2019/2020 et 2020/2021 :

- Sur la période du plan d'affaires, MFB mobilise 100% de ses capacités de production et réalise une croissance tenant compte des prévisions de croissance du marché de la bière en valeur et en volume. Pour CIM, une augmentation des capacités de production est prévue pour l'une des filiales principalement (et pour d'autres plus marginalement) permettant une croissance, à un niveau consolidé, légèrement plus importante que celle anticipée pour MFB.
- Pour MFB, la marge d'EBITDA moyenne sur le plan d'affaires est supérieure à la marge du dernier exercice. Pour CIM, le plan d'affaires prévoit un tassement des marges agrégées sur la durée du plan d'affaires par rapport aux résultats les plus récents.
- L'accord de péréquation permet à MFB de présenter des variations de BFR quasi-nulles tout au long du plan d'affaires. CIM, ne bénéficiant pas de tels accords, affiche des variations de BFR, plus ou moins importantes en fonction des filiales.
- Excepté le cas de la filiale de CIM dont les capacités de production augmentent, le niveau des investissements en pourcentage du chiffre d'affaires est modéré pour MFB et pour l'ensemble des filiales de CIM. Ils recouvrent principalement les investissements de maintenance de l'outil de production et des investissements d'optimisation des coûts (notamment des coûts énergétiques).
- Le taux d'imposition agrégé pour CIM a été construit par pondération des taux d'imposition par pays en fonction du poids du résultat opérationnel de chaque filiale dans le résultat opérationnel consolidé.

Après une année de prorogation, les données ont été extrapolées sur le long terme jusqu'en juin 2050, selon la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 2. Conformément aux principes de modélisation retenus dans Trival®, la croissance du chiffre d'affaires et des marges se réduisent au fil du temps afin d'atteindre en fin de période de modélisation une rentabilité normative qui permet la convergence entre coût du capital et rentabilité des capitaux investis.

Associés en Finance a évalué le potentiel de croissance à long terme en tenant compte des prévisions d'évolution du marché de la bière, globalement mature, et des capacités de production des sites saturées. Ceci implique que la croissance du chiffre d'affaires proviendra principalement des effets d'inflation (et d'évolution du prix de l'orge ou de la bière, cf. en section II.C.1 et en section II.C.2 l'impact potentiel sur le prix de l'orge et de la bière des changements climatiques).

Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- Les prévisions à long terme sur le chiffre d'affaires sont élaborées en tenant compte de l'environnement économique et concurrentiel. La croissance de l'activité est progressivement réduite, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés exposées à des facteurs de marché similaires dans Trival®. Cette croissance atteint en moyenne entre 2020 et 2050 1,4% par an pour MFB et 1,7% pour CIM. Cette hypothèse tient compte de la maturité du marché de la bière au niveau mondial et d'une légère croissance des prix ;
- Conformément à la méthodologie du modèle Trival® et en cohérence avec les taux d'actualisation utilisés, Associés en Finance prend en compte une marge d'EBITDA qui, partant des niveaux atteints en fin de plan d'affaires, atteint un point haut en juin 2022, puis se réduit progressivement pour atteindre en fin de modélisation un niveau permettant de faire converger en 2050 la rentabilité des capitaux investis avec le coût du capital. La même méthodologie a été mise en place pour CIM.
- Les dotations aux amortissements sont modélisées année après année en fonction des investissements et de leur durée d'amortissement. Les dotations aux amortissements et provisions atteignent en moyenne 2,4% du chiffre d'affaires entre 2019 et 2050 pour MFB et 2,5% pour CIM ;
- Les investissements ont été modélisés jusqu'en 2022 en cohérence avec les niveaux historiques, puis se réduisent ensuite en proportion du chiffre d'affaires, en tenant compte de la maturité du marché de la bière et de la saturation des outils de production. Amortissements et investissements convergent en fin de modélisation, à 1,8% du chiffre d'affaires pour MFB et 2,2% pour CIM ;
- Le BFR est modélisé en pourcentage du chiffre d'affaires. En début de période de prorogation, il est similaire pour MFB au niveau de juin 2018, puis diminue progressivement pour atteindre 0% du chiffre d'affaires en 2022. CIM qui ne bénéficie pas des contrats de péréquation (qui permettent à MFB de maintenir un BFR faible) présente un niveau de BFR supérieur (CIM doit supporter des délais de paiement longs de la part de certains clients, et toutes les créances clients ne font pas l'objet d'affacturages). Le BFR de CIM est maintenu stable à ses niveaux du plan d'affaires ; l'impact de la variation de BFR sur la valorisation est peu significatif.
- Les taux d'imposition retenus pour MFB sont ceux de la loi de Finance 2018, qui évoluent à la baisse à partir de 2019, pour atteindre 25% à partir de 2022 (plus la contribution sociale de 3,3% de l'IS). Le taux d'imposition retenu pour modéliser CIM correspond à une moyenne pondérée des taux effectifs dans chaque pays où CIM est présent (pondéré par le poids de l'EBIT de chacune des filiales). Le taux d'imposition retenu est de 18% ;

- Pour les valorisations de MFB et de CIM par la méthode *DCF to Equity*, la modélisation intègre un levier cible nul, aucune des deux sociétés ne présentant d'endettement.
- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres en 2050 (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to Equity*) ou à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2050 (modèle d'actualisation des free cash-flows générés, *DCF to Firm*).

Détermination du nombre d'actions

Au 30 septembre 2018, le capital de MFB est composé de 495 984 actions, aucune action n'étant détenue en propre par la Société. Il n'existe par ailleurs aucun instrument dilutif pouvant donner lieu à la création d'action nouvelles.

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

La méthode *DCF to Firm* détermine dans un premier temps une valeur d'entreprise dont est déduite la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements nécessaires pour aboutir à la valeur des fonds propres. Sur la base des comptes à fin juin 2018, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de MFB :

- les emprunts et dettes auprès d'établissements de crédit, nettes des liquidités, pour un montant net de -0,4 M€
- les engagements de retraites, après prise en compte de l'effet d'impôt, pour -0,7 M€
- le dividende 2018 non versé, pour -2,9 M€ ⁶
- la valeur des titres de participation (Secobra) ; pour 0,6 M€

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'élèvent ainsi à -3,4 M€ dans la valorisation *DCF to Firm*. S'y ajoute ensuite la valorisation de la part de CIM détenue par MFB, telle que décrite plus loin.

Pour leur part, les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de CIM tiennent compte (i) de la situation de cash de la société (après déduction des créances facturées), (ii) du niveau de dividende non versé dans les filiales, (iii) des provisions pour retraites fiscalisées, et (iv) des minoritaires. En cohérence avec la revalorisation de CIM par l'actualisation des flux prévisionnels, les minoritaires ont été revalorisés en leur appliquant le *Price to Book Ratio* qui ressort de l'évaluation de CIM par cette méthode.

Le montant total des éléments de passage pris en compte pour la valorisation de CIM se monte à 49,8 M€.

III.C.3.c. Taux d'actualisation

Le coût du capital (*DCF to Firm*) et le coût des fonds propres (*DCF to Equity*) de MFB et CIM ont été estimés conformément à la méthodologie utilisée par Associés en Finance pour son modèle Trival®.

⁶ Un dividende de 5,89 € par action est proposé à l'Assemblée Générale des Actionnaires.

Les deux sociétés n'étant pas endettées et n'ayant pas vocation à l'être, le coût du capital est égal au coût des fonds propres.

En revanche, les deux sociétés ne présentent pas le même niveau de risque impliquant un coût des fonds propres différent.

Situation actuelle sur les marchés financiers

En préliminaire, il convient de souligner le fait que les modèles de valorisation d'Associés en Finance prennent en compte l'évolution au jour le jour des marchés financiers. Ils reflètent donc la situation présente sur les marchés financiers.

La Figure 24 permet de constater que les taux d'actualisation sont actuellement à des niveaux encore bas, même si les tensions boursières au mois d'octobre 2018 ont conduit à une remontée de ces taux d'actualisation. Ce niveau de taux encore bas résulte du contexte spécifique d'abondance de liquidités liées aux actions volontaristes des banques centrales, qui certes se réduisent ou ont vocation à se réduire, mais demeurent toujours importantes, impliquant le maintien de taux faibles sur les marchés de dettes, et par translation, sur les marchés d'actions.

Figure 24
Evolution de la rentabilité attendue sur le marché actions depuis 2002



Source : Trival, Associés en Finance

Coût des fonds propres

Le coût des fonds propres qui résulte des calculs d'Associés en Finance dans son modèle de *DCF to Equity* prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre.

Le coût des fonds propres de MFB a été estimé conformément à la méthodologie utilisée par Associés en Finance pour son modèle Trival®, qui prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre.

Paramètres spécifiques de MFB :

Le risque relatif de MFB résulte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse de forces / faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (cf. section II.D) et des fondamentaux de l'environnement opérationnel, le risque de prévision retenu est de 4 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9. Cette note prend notamment en considération la difficulté de faire des projections sur l'évolution des prix de la matière première et en sens inverse, une certaine stabilité des marges.
- Le risque financier s'élève à 3 sur une échelle de risque croissant de 1 à 5. Il reflète la structure financière actuelle de la Société qui présente un niveau d'endettement nul en normatif, sa faible taille relativement à l'échantillon de sociétés suivies dans Trival® et une structure d'actif assez capitalistique.
- Le risque sectoriel s'élève à 0,85 au 31 octobre 2018, sur la base du bêta boursier de l'indice *Euro Stoxx Food & Beverage*.

Sur la base de ces éléments, le coefficient de risque relatif de MFB s'établit à 0,85 au 31 octobre 2018. Pour comparaison, les risques des sociétés suivies dans Trival® sont actuellement compris entre 0,43 pour le plus faible et 2,02 pour le plus élevé.

Par ailleurs, le modèle Trival® intègre l'impact de la liquidité sur le coût des fonds propres des sociétés : la liquidité de chaque société est appréciée au travers de la taille de son flottant et des montants absorbables. Compte tenu de la faible capitalisation boursière de MFB par rapport à l'échantillon de sociétés suivies dans Trival® et de sa faible liquidité en bourse (cf. section III.C.2 sur l'analyse du cours), son coefficient d'illiquidité s'établit à 2,52.

Paramètres de marché et coût des fonds propres :

Les paramètres de marché du modèle Trival® permettent d'aboutir à l'estimation du coût des fonds propres après impôt. Sur la base des paramètres de marché calculés en moyenne sur trois mois au 31 octobre 2018, le coût des fonds propres après impôt s'établit à 7,01% pour une action de risque moyen et de liquidité moyenne⁷ (*ce taux s'établit en spot au 31 octobre 2018 à 7,33%*). Comme indiqué ci-dessus, les taux d'actualisation sur les actions demeurent actuellement faibles, même après les tensions récentes sur les marchés financiers.

Après application des coefficients propres à MFB (coefficient de risque relatif de 0,85 et coefficient d'illiquidité de 2,52) aux paramètres de marché indiqués ci-dessus, le coût des fonds propres après impôt ressort à 7,55 %. Il tient compte de la faible liquidité du titre en bourse. Le Tableau 12 indique l'impact sur le coût des fonds propres de MFB de l'effet risque et de l'effet illiquidité.

⁷ Il intègre une prime de risque de 7,97% par unité de risque et une prime d'illiquidité de 1,14% par unité d'illiquidité.

Tableau 12
Coût des fonds propres après impôt de MFB au 31 octobre 2018

		Calcul du coût des fonds propres	
		Moyenne sur 3 mois	Paramètres spécifiques MFB
Coût des fonds propres de MFB	<i>Coût des fonds propres de Marché</i>	7,01%	7,01%
	Impact du risque de MFB	7,97% x (0,85 - 1)	-1,20%
	Impact de l'illiquidité de MFB	1,14% x (2,52 - 1)	1,73%
	Total Coût des fonds propres MFB		7,55%

Source : Associés en Finance

Comme mentionné précédemment, le coût du capital de MFB est égal à son coût des fonds propres, compte tenu d'un levier d'endettement nul.

Paramètres spécifiques de CIM :

Le coût des fonds propres de CIM a été déterminé selon la même méthode que pour MFB mais en diffère par le niveau de risque de prévision. Sur la base de l'analyse de forces / faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (cf. section II.D) et des fondamentaux de l'environnement opérationnel, le risque de prévision retenu est de 6 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9. Cette note prend notamment en considération des facteurs de risque équivalents à ceux de MFB, mais également les risques géopolitiques et réglementaires qui peuvent être très élevés dans certains pays où la société CIM est présente. Le risque financier et le bêta sectoriel sont identiques à ceux présentés pour MFB. Sur la base de ces éléments, le coefficient de risque relatif de CIM s'établit à 1,09 au 31 octobre 2018. Par cette méthode, le risque Pays est directement intégré dans la note de risque de prévision, et donc dans le coefficient de risque relatif.

Cette différence de risque entre les deux sociétés (1,09 contre 0,85 pour MFB) induit un coût des fonds propres plus élevé que celui de MFB. Compte tenu de l'aversion du risque actuelle (prime de risque au sein des actions de 7,97%) qu'indique le modèle Trival®, le coût des fonds propres de CIM est supérieur de 1,91% à celui de MFB, soit un coût des fonds propres de CIM de 9,46%.

III.C.3.d. Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie

La valeur de marché de CIM correspond à la moyenne des résultats obtenus par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*. Ces deux méthodes aboutissent respectivement à une valeur des fonds propres de CIM à 100% de 417,1 M€ et de 397,2 M€, soit 407,2 M€ en moyenne. La quote-part pour MFB s'établit ainsi à 194,3 M€.

Tableau 13
Résultat de la valorisation de CIM par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*

		Valorisation	M€
DCF	Valeur d'entreprise		357,4
	Valeur des fonds propres part du groupe de CIM		407,2
	% de détention de MFB dans CIM		47,7%
	Valeur de CIM - Quote part MFB		194,3

Source : Associés en Finance

Les résultats des deux méthodes (*DCF To Firm* et *DCF to Equity*) sont synthétisés dans le Tableau 14 pour MFB.

Tableau 14
Résultat de la valorisation de MFB par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*

	<i>Valorisation</i>	<i>M€</i>
<i>DCF to firm</i>	Valeur d'entreprise	69,5
	- Dettes nettes (hors provisions pour retraites)	(0,4)
	- Dividende 2018 non versé	(2,9)
	- Provisions pour retraites fiscalisées	(0,7)
	+ Valeur de marché de CIM	194,3
	+ Titres de participation	0,6
	- Minoritaires	-
	Valeur des fonds propres part du groupe de MFB	260,4
	Nombre d'actions MFB (Millions)	0,496
	Valeur par action MFB	525,0 €
	<i>Prime d'Offre (en %)</i>	<i>14,3%</i>
<i>DCF to Equity</i>		
	Valeur des fonds propres consolidés MFB	63,4
	+ Valeur de marché de CIM	194,3
	+ Titres de participation	0,6
	Valeur des fonds propres part du groupe de MFB	258,2
	Nombre d'actions MFB (Millions)	0,496
	Valeur par action MFB	520,6 €
	<i>Prime d'Offre (en %)</i>	<i>15,3%</i>

Source : Associés en Finance

Au 31 octobre 2018, la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valorisation de 525 € par action MFB soit une prime extériorisée par le prix d'Offre de +14,3%.

La méthode *DCF to Equity*, qui prend en compte la structure financière de la Société, et ses conséquences sur la capacité de distribution de flux aux actionnaires, aboutit pour sa part à une valorisation de 520,6 € par action MFB au 31 octobre 2018. Le prix de l'Offre extériorise ainsi une prime de +15,3%.

III.C.3.e. Analyse de sensibilité de la valorisation

Les trois tableaux qui suivent présentent les résultats de la valorisation en faisant varier pour chacune des deux sociétés (MFB et CIM) les paramètres suivants : le taux d'actualisation dans une fourchette de plus ou moins 1% (Tableau 15), le taux de croissance moyen du chiffre d'affaires au-delà du plan d'affaires dans une fourchette de plus ou moins 1% (Tableau 16), la marge d'EBITDA moyenne au-delà du plan d'affaires dans une fourchette de plus ou moins 1% (Tableau 17).

Tableau 15
Analyse de la sensibilité de la valorisation de MFB au taux d'actualisation (CIM et MFB)

		Sensibilité au coût des fonds propres de la Société				
		Taux central -1,0%	Taux central -0,5%	Taux central	Taux central +0,5%	Taux central +1,0%
DCF to firm	Coût des fonds propres MFB	6,55%	7,05%	7,55%	8,05%	8,55%
	Coût des fonds propres CIM	8,46%	8,96%	9,46%	9,96%	10,46%
	Valeur des fonds propres (M€)	288,4	273,8	260,4	248,1	236,8
	Valeur par action (€)	581,5	552,0	525,0	500,2	477,5
	Prime d'Offre (en %)	3,2%	8,7%	14,3%	19,9%	25,7%
DCF to Equity	Valeur des fonds propres (M€)	286,1	271,5	258,2	246,0	234,8
	Valeur par action (€)	576,9	547,5	520,6	496,0	473,4
	Prime d'Offre (en %)	4,0%	9,6%	15,3%	21,0%	26,8%

Source : Associés en Finance

Tableau 16
Analyse de la sensibilité de la valorisation de MFB au taux de croissance du chiffre d'affaire au-delà du plan d'affaires (CIM et MFB)

		Sensibilité à la croissance moyenne du chiffre d'affaires au-delà du plan d'affaires				
		Croissance -1,0%	Croissance -0,5%	Hypothèse centrale	Croissance +0,5%	Croissance +1,0%
DCF to Firm	Valeur des fonds propres (M€)	246,0	252,9	260,4	268,5	277,2
	Valeur par action (€)	495,9	509,9	525,0	541,3	558,8
	Prime d'Offre (en %)	21,0%	17,7%	14,3%	10,9%	7,4%
DCF to Equity	Valeur des fonds propres (M€)	244,3	251,0	258,2	266,0	274,4
	Valeur par action (€)	492,5	506,1	520,6	536,3	553,2
	Prime d'Offre (en %)	21,8%	18,6%	15,3%	11,9%	8,5%

Tableau 17
Analyse de la sensibilité de la valorisation de MFB à la marge d'EBITDA au-delà du plan d'affaires (CIM et MFB)

		Sensibilité au niveau de marge d'EBITDA au-delà du plan d'affaires				
		Marge centrale -1,0%	Marge centrale -0,5%	Hypothèse centrale	Marge centrale +0,5%	Marge centrale +1,0%
DCF to Firm	Valeur des fonds propres (M€)	239,3	249,9	260,4	270,9	281,5
	Valeur par action (€)	482,5	503,8	525,0	546,2	567,5
	Prime d'Offre (en %)	24,3%	19,1%	14,3%	9,8%	5,7%
DCF to Equity	Valeur des fonds propres (M€)	237,8	248,0	258,2	268,4	278,6
	Valeur par action (€)	479,5	500,0	520,6	541,2	561,8
	Prime d'Offre (en %)	25,1%	20,0%	15,3%	10,9%	6,8%

IV. Analyse des travaux de la banque présentatrice

Les éléments qui suivent dans la présente section IV, ne portent que sur les éléments d'appréciation du prix d'Offre présentés dans la note d'information initiale.

Portzamparc a présenté en date du 11 décembre 2018 des ajustements à ses éléments d'appréciation du prix. Ceux-ci sont commentés dans l'addendum au rapport.

Portzamparc, banque présentatrice de l'Offre, fait reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multi-critères de la Société.

IV.A. Les méthodes écartées

La banque présentatrice a écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance. Associés en Finance présente toutefois l'approche par les comparables boursiers à titre indicatif contrairement à Portzamparc qui a écarté cette méthode de valorisation compte tenu de l'absence de sociétés comparables cotées.

IV.B. Les méthodes retenues

L'évaluation multi-critères réalisée par Portzamparc est basée sur deux approches : l'analyse des cours de bourse et l'évaluation par actualisation des flux prévisionnels. Dans le cadre de cette dernière approche, Portzamparc et Associés en Finance ont toutes deux opté pour une valorisation *DCF to firm* de la Société MFB et de la Société CIM. Associés en Finance a de surcroît mené une valorisation par *DCF to equity* par actualisation des flux disponibles pour les actionnaires sous contrainte de dette nette nulle. Comme indiqué ci-dessus, Associés en Finance a présenté, à titre indicatif uniquement, l'analyse des comparables boursiers.

IV.B.1. Eléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres

Comme Associés en Finance, la banque présentatrice établit les différents éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sur la base du dernier bilan consolidé publié au 30 juin 2018.

Concernant la valorisation de MFB :

Associés en Finance et la banque présentatrice intègrent les mêmes niveaux de dette financière nette, et le même nombre de titres de MFB.

Les principales différences résident dans deux éléments :

- Associés en Finance tient compte dans les éléments de passage du dividende, de 5,89€ par action, proposé au titre de l'exercice 2017/2018 mais non encore voté. La banque présentatrice a considéré que, l'Assemblée Générale du 9 novembre 2018 n'ayant pas eu encore lieu, qu'il était prématuré d'intégrer le dividende du dernier exercice dans les éléments de passage.
- Portzamparc tient compte des engagements pour retraites hors fiscalité, qu'Associés en Finance intègre l'effet fiscal.

Hors valorisation de la part de MFB dans le capital de CIM, le montant des éléments de passage extériorisé par les travaux de la banque s'établit à -0,8 M€ contre -3,4 M€ pour Associés en Finance.

Concernant la valorisation de CIM :

Associés en Finance et Portzamparc présentent les mêmes niveaux de trésorerie nette de 58 M€ ajustée des cessions de créances (affacturage).

La principale différence réside dans la revalorisation des intérêts minoritaires au niveau de CIM à leur valeur de marché, qu'Associés en Finance a déterminée par l'application d'un ratio de *Price to Book* implicite induit par la valorisation de CIM. L'impact sur la valorisation est peu significatif.

IV.B.2. La méthode des comparables boursiers

Associés en Finance a présenté la méthode de valorisation par les comparables boursiers uniquement à titre indicatif pour les raisons mentionnées en section III.C.1, contrairement à la banque présentatrice qui ne retient pas cette méthode.

A titre indicatif, la valorisation obtenue par Associés en Finance par cette méthode s'élève à 521,2 € par action MFB.

IV.B.3. Analyse des cours de bourse

L'approche d'analyse du cours de bourse présentée par la banque présentatrice est similaire à celle d'Associés en Finance⁸. Associés en Finance et la banque présentatrice ont toutes deux arrêté leurs calculs à fin octobre 2018.

⁸ Il peut néanmoins subsister de légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisés et les bases de données financières utilisées.

IV.B.4. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels

Méthodologie de valorisation DCF to Firm

La banque présentatrice et Associés en Finance ont toutes deux construit leur modèle d'actualisation de flux prévisionnels sur la base du plan d'affaires de MFB, et du plan par entité du groupe CIM sur trois ans (2019 à 2021).

Au-delà du plan d'affaires, Portzamparc a ajouté une année d'extrapolation en 2022, avant de déterminer une valeur terminale basée sur des éléments normatifs. Pour sa part, Associés en Finance a prolongé ses estimations sur le long terme (2050), conformément aux données sectorielles et à la méthodologie de son modèle propriétaire Trival®. Ce modèle se base sur l'hypothèse selon laquelle le rendement des capitaux employés tend à long terme vers le coût moyen pondéré du capital.

Les flux prévisionnels estimés par la banque sont globalement plus élevés que ceux estimés par Associés en Finance, mais sont actualisés à un taux plus élevé que ceux pris en compte par Associés en Finance.

Associés en Finance et Portzamparc ont toutes deux retenu une hypothèse de levier normatif nul, et corrélativement un coût du capital égal au coût des fonds propres.

Les travaux de Portzamparc aboutissent à un coût des fonds propres de 9,78% applicable pour MFB et CIM, sur la base d'un taux sans risque correspondant à la moyenne 3 mois des OAT d'échéance 10 ans (à 0,76%), d'une prime de marché actions en France de 8,95% (issue de la moyenne 3 mois des primes de marché actions en France selon Bloomberg), d'un bêta *Food Processing Europe* de 0,74 issu des travaux du Professeur Aswath Damodaran, d'une prime de risque pays de 2,4% basée sur les primes actions (issues des travaux de A. Damodaran de Janvier 2018) des pays dans lesquels MFB et CIM ont une activité et sont pondérées par le chiffre d'affaires réalisé par chaque pays selon le plan d'affaires.

La méthode utilisée par Associés en Finance diffère sur deux points : d'une part, Associés en Finance prend en compte les primes de marché de son modèle Trival® et considère d'autre part qu'il est pertinent d'utiliser deux taux d'actualisation compte tenu des différences de risque entre MFB et CIM. Associés en Finance appréhende directement dans le niveau de risque de CIM les primes de risque pays. Les travaux menés par Associés en Finance aboutissent à un coût des fonds propres pour MFB de 7,55% et de 9,44% pour CIM, inférieur à celui présenté par la banque de 9,78%.

Les différences dans les hypothèses utilisées pour l'élaboration des flux prévisionnels concernent les éléments suivants :

- Portzamparc a modélisé une stabilité du chiffre d'affaires pendant la période d'extrapolation puis un taux de croissance à l'infini de 1,0%. Associés en Finance a, pour sa part, progressivement réduit la croissance de l'activité sur les deux sociétés. La croissance retenue est en moyenne de 1,4% par an pour MFB et de 1,7% par an pour CIM. Cette hypothèse tient compte de la maturité du marché de la bière au niveau mondial et d'une légère croissance des prix ;
- La banque présentatrice fait converger le niveau de marge d'EBITDA vers la moyenne de marge de chaque entité sur cinq ans. Conformément à la méthodologie du modèle Trival® et en cohérence avec les taux d'actualisation utilisés, Associés en Finance prend en compte une marge d'EBITDA qui, partant des niveaux atteints en fin de plan d'affaires, se réduit progressivement pour atteindre en fin de modélisation un niveau permettant de faire converger la rentabilité des capitaux investis avec le coût du capital. La même méthodologie a été mise en place pour CIM.

- Associés en Finance a retenu pour MFB les taux d'impôt communiqués par la Société sur la durée du plan d'affaires, conformes aux taux d'impôt prévus dans la Loi de Finances 2018. Associés en Finance a ensuite pris en compte les taux d'impôt sur les deux années suivantes conformes à la Loi de Finance (soit un taux d'impôt normatif de 25,8% y compris contribution sociale). Pour CIM, Associés en Finance a pondéré les taux d'impôt de chaque filiale de CIM en fonction de leur poids respectif dans le résultat opérationnel total de CIM. Cette méthode extériorise un taux d'imposition de 18,0 %. Portzamparc a, de son côté, retenu le taux d'impôt normatif de 26,0 % en France et compris entre 10,0% et 20,0% selon les filiales de CIM ;
- Portzamparc a modélisé une variation de BFR nulle prenant pour hypothèse la continuité des cessions de créances de CIM. Associés en Finance a retenu un niveau normatif de BFR nul pour MFB (légèrement en-deçà des niveaux historiques). Pour CIM, bien que le niveau normatif du BFR retenu par Associés en Finance soit plus élevé que celui de MFB (l'affacturage ne portant pas sur l'intégralité des créances), l'impact de la variation de BFR sur la valorisation est peu significatif.
- Portzamparc a fixé les investissements en 2022 à un niveau en ligne avec celui des exercices passés, soit environ 2,0% du chiffre d'affaires et a par la suite maintenu ce niveau normatif. Les dotations aux amortissements convergent vers ce niveau à long terme ; Associés en Finance a modélisé un niveau d'investissements jusqu'en 2022 en cohérence avec les niveaux historiques, qui se réduit ensuite, compte tenu du ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires. Amortissements et investissements convergent en fin de modélisation, à 1,8% du chiffre d'affaires pour MFB et 2,2% pour CIM.

En définitive, comme mentionné ci-dessus, les flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance au-delà du plan d'affaires s'établissent à un niveau un peu inférieur à ceux de Portzamparc, mais sont actualisés à des taux également plus bas. De ce fait, la valorisation obtenue pour MFB par Associés en Finance par la méthode *DCF to Firm* y ressort un peu supérieure à celle présentée par Portzamparc (525 € pour Associés en Finance contre 515 € par action pour Portzamparc). Dans le détail, la valorisation obtenue par Associés en Finance pour la participation de MFB dans CIM ressort un peu inférieure aux chiffres de Portzamparc mais supérieure sur le périmètre MFB seul.

Méthodologie de valorisation DCF to equity

Portzamparc n'a pas effectué de valorisation par la méthode *DCF to equity*. Au 31 octobre 2018, la valorisation obtenue par Associés en Finance par cette méthode s'élève à 520,6 € par action MFB.

IV.B.5. Synthèse

Tableau 18
Comparaison des valorisations obtenues pour MFB par la banque présentatrice et par Associés en Finance

Méthode	 Associés en Finance JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS	 Portzamparc
Examen des cours de bourse	Prime offerte par l'Offre de 22,4% par rapport au cours de cloture au 31 octobre 2018 Primes comprises entre 20,4% (cours sur 20 jours) et 12,9% (cours sur 250 jours) par rapport aux cours moyens pondérés sur 20, 40, 60, 120 et 250 jours au 31 octobre 2018	Prime offerte par l'Offre de 22,4% par rapport au cours de cloture au 31 octobre 2018 Primes comprises entre 20,4% et 13,0% par rapport aux cours moyens pondérés sur 20 jours, 60 jours, 6 mois, et 12 mois au 31 octobre 2018
Actualisation des flux prévisionnels	Valeur centrale de 525 € par action MFB sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 14,3% Valeur centrale de 520,6 € par action MFB sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 15,3%	Valeur centrale de 515 € par action MFB sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 16,5%
Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	A titre indicatif : Valeur moyenne de 521,2 € par action MFB sur la base des multiples d'EBITDA et d'EBIT 2018E, 2019E et 2020E. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 15,1%	Méthode non retenue

Sources : Associés en Finance, Portzamparc

V. Conclusion d'Associés en Finance

Le 8 octobre 2018, le Conseil d'Administration de MFB a nommé Associés en Finance en qualité d'expert indépendant pour attester du caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat simplifiée initiée par Malteries Soufflet sur les actions MFB au prix de 600,0 € par action payable en numéraire. A l'issue de l'Offre, l'initiateur procédera, si les conditions de détention minimum de pourcentage de capital ou de droits de vote sont réunies, à un retrait obligatoire des actions MFB de la Bourse de Paris.

L'intervention d'Associés en Finance est fondée sur l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF et sur l'article 261-1 II de ce Règlement, au titre du projet de retrait obligatoire.

En sa qualité d'expert indépendant, Associés en Finance a procédé à une valorisation multi-critères de MFB, et de CIM, sa principale participation. Les résultats de la valorisation multi-critères réalisée par Associés en Finance sont résumés dans le Tableau 19. Cette valorisation s'entend dividende au titre de l'exercice 2017/2018 attaché.

Au 31 octobre 2018, le prix de 600,0 € par action proposé dans le cadre de l'Offre extériorise :

- une prime de 22,4% par rapport au cours de clôture de MFB au 31 octobre 2018 ; le cours n'a par ailleurs jamais atteint ce prix d'Offre ;
- des primes comprises entre +12,9% et +20,4% par rapport au cours moyen pondéré du titre calculé sur différentes périodes comprises entre 20 jours et 250 jours de bourse ;
- des primes de +14,3% et +15,3% par rapport à la valorisation de MFB par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthode principale de valorisation retenue par Associés en Finance ; le prix d'Offre est de plus supérieur aux résultats les plus élevés obtenus dans cette méthode, lorsqu'on fait varier taux d'actualisation, marge à long terme ou croissance du chiffre d'affaires à long terme ;
- Une prime de +15,1% par rapport au résultat de la méthode de valorisation par les multiples de sociétés comparables, qu'Associés en Finance présente seulement à titre indicatif, compte tenu de l'absence de sociétés réellement comparables à MFB.

Tableau 19
Comparaison des valorisations obtenues pour MFB au 31 octobre 2018 par les différentes méthodes et primes extériorisées par le prix d'Offre

		Valeur par action (€)	Prime induite par le prix d'Offre
Examen du cours de bourse au 31 octobre 2018	Cours de clôture au 31 octobre 2018	490,00 €	22,4%
	CMPV sur 20 jours	498,24 €	20,4%
	CMPV sur 40 jours	501,25 €	19,7%
	CMPV sur 60 jours	506,64 €	18,4%
	CMPV sur 120 jours	513,04 €	16,9%
	CMPV sur 250 jours	531,53 €	12,9%
Méthode d'actualisation des flux prévisionnels	DCF to Firm	525,0 €	14,3%
	DCF to Equity	520,6 €	15,3%
Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	Application des multiples médians d'EBITDA et d'EBIT	521,2 €	15,1%
	2018E, 2019E et 2020E		
		Prix d'offre	600,00 €

Source : Associés en Finance / CMPV : cours moyen pondéré par les volumes

Au titre de la présente Offre, les actionnaires minoritaires de la Société bénéficieront ainsi d'une prime significative par rapport au cours coté avant l'annonce de l'Offre, et par rapport aux valorisations effectuées par Associés en Finance. Ils bénéficient de plus d'une monétisation immédiate sur leur investissement dans un titre dont la liquidité en bourse est faible.

Les termes et conditions de l'Offre sont donc équitables pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de la présente Offre.

Arnaud Jacquillat
Associés en Finance

Catherine Meyer
Associés en Finance

VI. Addendum au 12 décembre 2018

Après publication du rapport d'expertise, l'Autorité des Marchés Financiers a transmis à Associés en Finance des courriers d'actionnaires posant certaines questions sur l'activité de la société des Malteries Franco-Belges, de sa participation dans la société CIM ou sur la valorisation de l'action MFB.

Associés en Finance a étudié avec attention ces courriers, et présente ci-dessous quelques éléments complémentaires afin de répondre aux interrogations des actionnaires, qui sont regroupées par thématique. Précisons d'emblée que l'analyse des questions soulevées par les actionnaires ne remet pas en cause les conclusions d'Associés en Finance sur l'équité du prix d'Offre proposé.

Participation de MFB dans la société CIM

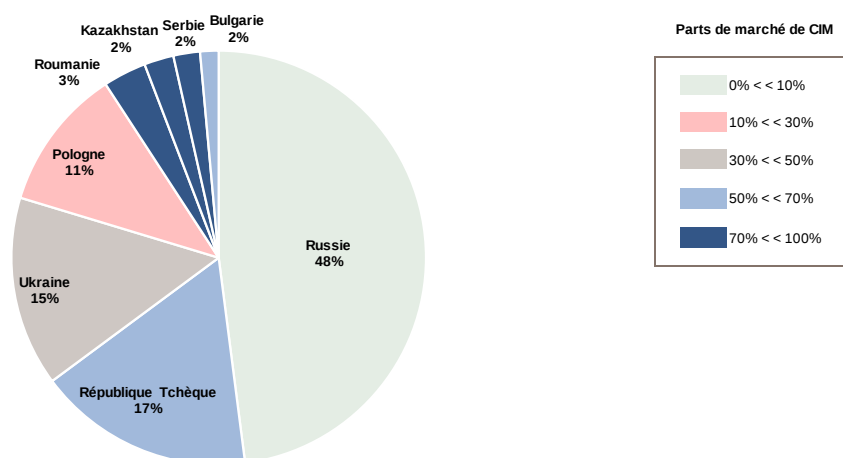
Les lettres d'actionnaires font ressortir des interrogations sur la valorisation de la participation de MFB dans la société CIM, sa position concurrentielle et ses parts de marché, et ses perspectives. Ces actionnaires mettent en valeur le fait que CIM constitue un actif important pour la valorisation de MFB auquel il convient de prêter une attention particulière, ce qu'Associés en Finance confirme avoir fait.

Pour autant, il est essentiel de tenir compte dans la valorisation de la participation de MFB dans CIM du fait qu'il s'agit d'une participation non majoritaire, MFB n'ayant pas le contrôle de CIM (et, à ce titre, comptabilisant CIM par mise en équivalence). MFB n'a donc pas accès à la trésorerie de CIM, n'est pas en mesure de mettre en œuvre des synergies avec CIM, et la perception d'une vision consolidée des parts de marché de MFB et de CIM ne correspond pas à la réalité économique et financière de la situation de MFB.

Activité et risque de CIM

S'agissant de l'activité de CIM, il est fait mention dans les courriers de parts de marché très élevées de CIM sur ses marchés. Si cette affirmation est exacte sur certains pays (parts de marché de CIM supérieures à 90% en Roumanie, Serbie et Kazakhstan), ceci concerne des zones qui représentent moins de 8% des volumes totaux des pays dans lesquels CIM est active. Les parts de marché de CIM sont en revanche bien inférieures dans les pays dans lesquels les volumes sont les plus importants (part de marché inférieure à 10% en Russie, qui représente près de la moitié des volumes totaux des pays concernés). La Figure 25 présente une vision synthétique des pays où CIM est active : chaque pays est représenté par son poids dans la production totale de malt sur les pays où CIM est implanté, et le code couleur indique pour chaque pays la part de marché de CIM. Il illustre ainsi le fait que CIM détient des parts de marché très fortes dans des pays à faibles volumes de production de malt, mais subit des risques concurrentiels significatifs sur certains des marchés les plus importants de sa zone d'implantation. Sa part de marché agrégée dans ces pays est de l'ordre de 29%.

Figure 25
Poids relatif dans la production de malt des pays où opère CIM et parts de marché de CIM



Sources : Euromalt, groupe Soufflet

Il est aussi fait mention dans les courriers d'actionnaires du fait que CIM opérerait « *en grande majorité dans des pays stables* ». Ceci est inexact tant d'un point de vue politique qu'économique. Les activités de CIM en Russie, Ukraine et Kazakhstan, sont pour le moins situées dans des pays à risque, risque qui s'est déjà matérialisé à plusieurs occasions d'un point de vue politique, militaire et économique, et encore très récemment en novembre 2018 en ce qui concerne la Russie et l'Ukraine⁹ (qui représentent à elles deux plus de 25% de la production de CIM).

En matière économique, CIM est implantée dans des pays beaucoup moins matures que l'Europe de l'Ouest, et sur lesquels le pouvoir d'achat de la population est plus faible. De ce fait, ces pays ne peuvent pas être qualifiés de stables d'un point de vue économique. Ainsi, sur le marché spécifique de la bière, la consommation en Europe de l'Est a connu une cyclicité beaucoup plus forte que les autres marchés (cf. Figure 14 dans le cœur du rapport, en comparaison avec la Figure 11 sur la consommation de bière dans le monde et avec la Figure 13 sur la consommation de bière en France), notamment en raison d'un fort recul du marché en Russie après une très forte hausse des taxes sur l'alcool (à partir de 2013). L'Ukraine a également connu une forte baisse des volumes de bière consommés. La récurrence de l'activité de CIM est ainsi bien moindre que des activités traditionnelles de maltage en Europe de l'Ouest.

Notre vision des risques politiques et économiques des pays d'implantation de CIM est de plus cohérente avec l'appréciation relative du risque que mène la COFACE. Elle attribue les notes suivantes pour les différents pays dans lesquels opère CIM¹⁰. La France est indiquée à titre de comparaison en bas du Tableau 20.

⁹ Rappelons que depuis le 28 novembre, après l'attaque de trois navires militaires par les gardes-frontières russes en mer Noire, dix régions d'Ukraine frontalières de la Russie sont passées sous le régime de la loi martiale.

¹⁰ Les analyses de marché de la Coface situent les risques sur une échelle de 7 niveaux : A1, A2, A3, A4, B, C, D dans un ordre croissant du risque.

Tableau 20
Appréciation du risque pays par la COFACE sur les pays d'implantation de CIM

Pays	Evaluation des risques pays	Environnement des affaires	PIB / habitant (\$US)
Russie 	B	C	8 946
République Tchèque 	A2	A2	18 508
Ukraine 	C	C	2 125
Pologne 	A3	A2	12 361
Roumanie 	A4	A3	9 493
Kazakhstan 	B	B	7 456
Serbie 	B	B	5 348
Bulgarie 	A4	A3	7 377
France 	A2	A1	38 178

Source : Coface

Ce risque est aussi clairement perçu par les marchés financiers, comme on peut s'en rendre compte par le niveau des CDS sur la dette souveraine à dix ans : à fin octobre (source Bloomberg), le CDS dix ans sur la dette française s'établissait à 51,9 bp, celui sur la Russie à 199,4, et celui sur l'Ukraine à 525,7.

Enfin, l'activité de CIM du point de vue de MFB donne lieu à l'existence d'un risque de change important, qui là-encore s'est manifesté dans la réalité des faits ces dernières années.

L'ensemble de ces éléments explique les paramètres de risque retenus par Associés en Finance pour CIM dans sa valorisation, en absolu et en relatif par rapport à MFB (cf. matrices SWOT, Tableau 1 et Tableau 2, et leurs niveaux de risque retenus dans la méthode d'actualisation des flux prévisionnels, soit 0,85 pour MFB et 1,09 pour CIM).

Valorisation de CIM par la méthode des multiples et application d'une décote

Le sujet spécifique de la pertinence de la méthode des multiples est présenté plus loin. La présente section aborde le sujet de la décote sur CIM, sur la pertinence de laquelle des actionnaires s'interrogent.

Associés en Finance confirme son analyse sur ce point. Comme indiqué en préambule de la section III.C.1 de ce rapport d'expertise, la pertinence de la valorisation par la méthode des multiples « est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode ».

Dans un contexte global où la méthode de valorisation par les multiples est particulièrement difficile à mettre en œuvre dans le cadre de la présente évaluation, justifiant le fait qu'Associés en Finance ne présente cette méthode qu'à titre *indicatif* (cf. *plus loin*), l'analyse, présentée dans le cœur de ce rapport et de nouveau explicitée ci-dessus, montre que CIM présente un risque intrinsèque très différent de celui de MFB et des sociétés présentées à titre indicatif dans cette méthode. Appliquer une décote à

CIM est donc parfaitement justifié au regard des risques encourus, d'autant plus que CIM n'est pas cotée, ce qui justifie également une décote au regard des pratiques habituelles de l'évaluation, et des normes reconnues par l'Administration Fiscale dans son guide sur « l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés »¹¹. Rappelons enfin que MFB n'est pas majoritaire au capital de CIM.

Trésorerie de CIM, flux prévisionnels et valorisation par actualisation des flux

Il ressort des courriers d'actionnaires des interrogations sur la situation de trésorerie de CIM, les conditions de rémunération de cette trésorerie, la capacité de CIM à verser un dividende exceptionnel correspondant à sa trésorerie, et sa capacité à générer des flux de trésorerie importants.

La situation de trésorerie de CIM est bien évidemment une composante importante de sa valorisation et prise en compte comme telle dans les travaux d'Associés en Finance.

Cette trésorerie est aujourd'hui gérée par le biais de la convention de trésorerie qui existe au sein du groupe Soufflet, qui permet une optimisation des placements et des besoins en financement des différentes entités du groupe (cf. page 22). Cette convention de trésorerie prévoit comme il est d'usage un *spread* entre les taux de placement de la trésorerie auprès de Soufflet Finance, et les taux d'emprunt auprès de Soufflet Finance. Ceci explique, conformément à toutes les pratiques de marché, que la rémunération des placements de trésorerie de CIM, placements au jour le jour, ressorte à des taux inférieurs aux emprunts qu'a pu émettre le groupe Soufflet (différence entre taux d'emprunt et taux de placement, de plus sur des maturités différentes).

Quant à la question de savoir si CIM pourrait distribuer sa trésorerie à ses actionnaires sous la forme d'un dividende exceptionnel, plusieurs commentaires peuvent être apportés. Une telle opération ne bénéficierait que partiellement à MFB, qui n'est actionnaire de CIM qu'à hauteur de 47,7%. Il convient ensuite d'ajouter que verser un dividende exceptionnel à hauteur de la trésorerie de CIM ne serait pas approprié à court terme, dans la mesure où, comme il est indiqué dans le cœur du rapport, un programme d'investissement pour accroître la capacité de production d'une des filiales de CIM est en cours (auquel s'ajoutent d'autres investissements pour réduire les coûts de production). Distribuer un tel dividende exceptionnel pourrait avoir pour conséquence de réduire la flexibilité financière de CIM, et d'impacter à court terme ou décaler ses perspectives de croissance telles qu'elles sont incorporées dans le plan d'affaires.

Enfin, rappelons que la valorisation menée par Associés en Finance sur CIM (et l'impact sur MFB de la détention d'une partie du capital de CIM) tient bien évidemment compte de l'impact de la trésorerie de CIM. En particulier, Associés en Finance prend en compte dans la modélisation *DCF to equity* une hypothèse de levier cible nul à terme. Autrement dit, la valorisation retenue sur CIM inclut bien le fait que des dividendes significatifs pourraient être versés par CIM à ses actionnaires (et à ce titre, en partie à MFB), mais selon un timing qui est cohérent avec les besoins de financement de l'activité, à court et à long termes.

Sur le sujet de la méthode de valorisation par les multiples boursiers

Il ressort des courriers d'actionnaires des questions sur la pertinence et la mise en œuvre de la méthode de valorisation par les multiples boursiers.

Concernant la ***pertinence*** de la méthode, et comme indiqué de manière précise dans le cœur du rapport, Associés en Finance a présenté la méthode de valorisation par les multiples boursiers ***à titre indicatif uniquement***. Ce choix est justifié par le caractère très spécifique de l'activité de MFB et CIM

¹¹ Page 23 du « guide de l'évaluation » : « Les coefficients boursiers retenus pour valoriser des titres minoritaires ou la valeur obtenue par application de ces coefficients doivent être diminués d'une décote pour non liquidité. En effet un titre coté est parfaitement liquide, alors qu'un titre non coté ne peut pas être rendu liquide aussi rapidement. La comparaison pour être pertinente doit donc retenir une décote de l'ordre de 20 à 30 % ».

et un manque évident de sociétés comparables cotées en bourse. Comme indiqué plus haut, la pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi au profil d'évolution des marges en comparaison avec celles de la société valorisée. Aucune société cotée répondant à ces critères ne pouvant être identifiée, et spécifiquement aucune société active dans le seul secteur de la malterie, la méthode de valorisation par les multiples boursiers ne peut être considérée comme pertinente dans le cas d'espèce. Par souci de transparence, Associés en Finance en a toutefois présenté les résultats **à titre indicatif**.

Concernant la **mise en œuvre** de cette méthode, elle ne peut s'entendre que dans les limites initiales de l'analyse, et donc en tenant compte de son caractère seulement indicatif.

Pour ce faire, Associés en Finance a composé deux échantillons : l'échantillon « Tier 1 » composé d'acteurs **transformateurs primaires** de matières premières agricoles, et un échantillon « Tier 2 » composé de clients de MFB, brasseurs possédant également une activité de malterie (AB InBev, Heineken et Molson Coors).

Au sein de l'échantillon « Tier 1 » ont été présentées certaines sociétés ayant au moins une partie de leur activité liée au maltage, mais ces sociétés n'étaient pas pour autant des comparables pour les raisons mentionnées dans le cœur du rapport (faible part de leur activité liée au maltage ou situation géographique les faisant dépendre d'autres marchés) (sociétés Graincorp et China Agri-Industries). La société Bonduelle n'a été incluse dans cet échantillon « Tier 1 » que parce qu'elle mène pour une part de son chiffre d'affaires une activité de transformation primaire de matières premières agricoles, et qu'elle intervient (en partie) sur le marché français et subit des risques météorologiques. Mais ces trois sociétés présentent des différences importantes avec MFB, notamment leur taille et la diversification de leurs activités, ces éléments étant explicités dans le cœur du rapport (section III.C.1)¹².

Les auteurs des courriers s'interrogent par ailleurs sur la comparabilité de MFB avec le secteur agro-alimentaire dans son ensemble ou avec les grands brasseurs ou le secteur des boissons.

Sur la *comparabilité de MFB avec le secteur agro-alimentaire* dans son ensemble, il est clair que MFB appartient au secteur agro-alimentaire au sens large, c'est d'ailleurs la raison pour laquelle dans la méthodologie de calcul du risque, le bêta du secteur agro-alimentaire est pris en compte (en rappelant que la composante « bêta sectoriel » n'intervient que pour une part minoritaire dans le calcul du risque, qui repose principalement sur les caractéristiques opérationnelles et financières de la société analysée).

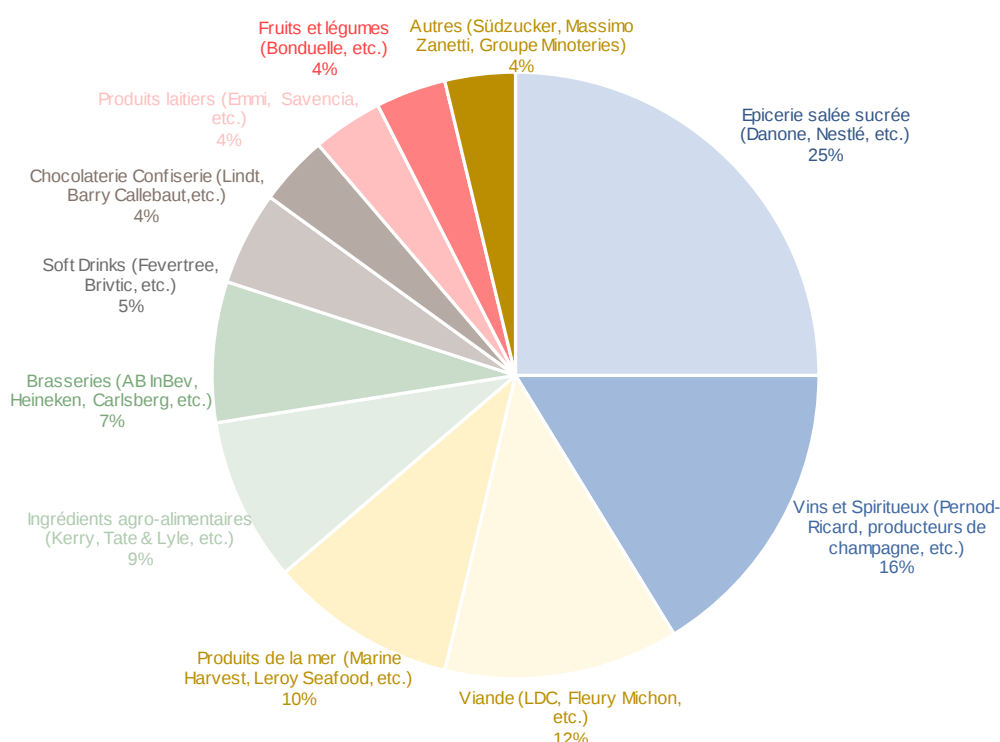
Néanmoins, Associés en Finance est en désaccord avec l'approche prônée dans certains courriers qui consisterait à prendre le secteur agro-alimentaire dans son ensemble comme référence pour déduire une valorisation de MFB. En effet, les sociétés agro-alimentaires cotées sont principalement des acteurs « B to C » qui ont accès direct au client final, peuvent capitaliser auprès du grand public sur l'image de leurs marques, et disposent d'un portefeuille clients très large. Ceci est très différent de la situation de MFB qui se positionne en amont de la chaîne de valeur du secteur agro-alimentaire, qui

¹² Pour rappel, GrainCorp et China Agri Industries réalisent seulement une part minoritaire de leur activité dans la malterie (respectivement 23% et 3% de leur chiffre d'affaires). Leur périmètre géographique est aussi différent de celui de MFB ou de CIM (pour GrainCorp, il s'agit principalement de l'Australie et de l'Asie, et pour China Agri Industries, de l'Asie). Quant à Bonduelle, bien que ses niveaux de marge ainsi que son exposition aux risques météorologiques soient semblables à MFB, son activité est principalement orientée vers la grande consommation (existence d'une marque Bonduelle) et est plus diversifiée que celle de MFB.

Il convient de plus de rappeler comme indiqué dans le cœur du rapport que la taille de MFB est bien inférieure à celle des sociétés mentionnées. MFB demeure un acteur de petite taille et sa position ne peut être assimilée à celle du groupe Soufflet dans son ensemble (le groupe Soufflet représente le 1^{er} acteur indépendant du secteur de la malterie, hors brasseurs-malteurs, mais MFB n'en constitue qu'une partie limitée).

est très dépendant des conditions climatiques, et qui sert un nombre restreint de clients. La composition des indices sectoriels agro-alimentaires comme l'indice sectoriel agro-alimentaire, IAA 80, établi par Unigrains, ou comme l'indice Stoxx *Food & Beverage*, reflète bien cette différence fondamentale de positionnement économique des acteurs cotés du secteur par rapport à MFB. A titre illustratif, la composition de l'indice IAA 80 est présentée ci-dessous et montre bien le poids très important d'acteurs « B to C » bénéficiant de marques fortes (et corrélativement de marges nettement plus importantes que celles d'un transformateur primaire comme MFB dont l'activité est de plus centrée sur la transformation d'une céréale particulière, l'orge, pour un usage particulier, le malt, destiné aux brasseurs). Les multiples de valorisation ressortant de tels indices ne peuvent donc être considérés comme pertinents pour valoriser MFB.

Figure 26
Composition de l'indice IAA 80 (en pourcentage du nombre de sociétés dans l'indice) (et exemples de sociétés dans chaque segment)



Source : Unigrains, présentation Associés en Finance

Sur la *comparabilité de MFB avec les brasseurs ou le secteur des boissons*, l'analyse menée par Associés en Finance montre que MFB ne peut pas être considéré comme comparable aux brasseurs.

Plusieurs différences fondamentales existent en effet entre l'activité de MFB et celle des brasseurs : MFB se situe dans une position beaucoup plus en amont de la chaîne de valeur (dépendance de l'activité à la production d'orge, aux phénomènes climatiques, à la substituabilité éventuelle aux yeux des agriculteurs de la culture de l'orge par d'autres céréales, etc.), et a une activité « B to B » qui dépend de quelques grands clients (qui tirent parti de cette dépendance, notamment dans leurs délais de paiement). Les brasseurs pour leur part bénéficient d'une position concurrentielle très concentrée (ce qui est beaucoup moins le cas des activités de malterie) et d'un « *pricing power* » important (marché oligopolistique), de l'existence d'effets de marques (ce qui évidemment n'est pas du tout le cas de la

vente de malt), et d'une clientèle composée des consommateurs au niveau mondial. Les multiples appliqués à MFB ne peuvent donc pas être ceux des brasseurs.

La même analyse doit être menée pour les acteurs du secteur des boissons, qui ne sont pour des raisons similaires pas comparables à MFB. De même, la comparaison avec Eurogerm n'est pas pertinente, cette société n'étant pas un transformateur de matière première agricole.

En conclusion de ces commentaires sur la méthode des multiples, rappelons encore une fois que la démarche suivie par Associés en Finance a été de présenter tous les éléments disponibles pour en analyser la pertinence. Cette analyse étant faite, il n'était pas possible de retenir les résultats de la méthode des multiples des sociétés « comparables », si ce n'est à **titre indicatif**.

Sur le sujet de la méthode de valorisation par les multiples de transactions

Il ressort des courriers d'actionnaires des questions sur la pertinence et la mise en œuvre de la méthode de valorisation par les multiples de transactions.

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques.

Nous rappelons que la méthode des transactions comparables n'a pas été retenue dans nos travaux. Les transactions les plus pertinentes et sur lesquelles des informations publiques sont disponibles apparaissent trop éloignées dans le temps, décorréées de la réalité actuelle du marché du malt et trop peu nombreuses pour en dégager un multiple reflétant une réelle valorisation par le marché. Sur d'autres transactions plus récentes, et comme mentionné dans le cœur du rapport, les informations disponibles sont trop limitées pour en induire une valorisation par comparaison de MFB.

Plusieurs lettres d'actionnaires minoritaires ont évoqué l'entrée au capital de Boortmalt de Temasek et Unigrains en juillet 2017. Cette transaction a été examinée mais ne peut être retenue : précisons d'abord qu'il s'agit d'une augmentation de capital, qui s'entend, d'après le communiqué de presse, dans un contexte stratégique de facilitation pour Boortmalt à l'accès aux marchés internationaux, et particulièrement en Asie, et de renforcement dans des marchés porteurs. Surtout, s'agissant d'une société non cotée, le degré d'information se révèle très limité et les informations disponibles imprécises : il n'est ainsi pas possible de conclure sur la composition détaillée du chiffre d'affaires de Boortmalt, sur la rentabilité de ses activités, sur son endettement, et par conséquent de son risque. Les informations disponibles (seul est disponible le montant total investi) ne donnent également aucune information sur les droits différenciés des nouvelles actions émises. Il est donc illusoire de vouloir tirer une valorisation de MFB de chiffres imprécis sur Boortmalt. Comme Associés en Finance, la banque présentatrice n'a pas été en mesure d'accéder à des informations complètes et suffisantes permettant d'extérioriser des multiples de cette transaction.

Sur le sujet de l'effet de la taille / liquidité et du taux d'actualisation

Il ressort des courriers d'actionnaires des interrogations sur l'impact de la faible liquidité du titre MFB sur sa valorisation et sur sa prise en compte dans le cadre de la présente Offre publique (qui reviendrait selon certains à défavoriser les actionnaires).

Du point de vue de la vie boursière des actions, la faible liquidité d'un titre expose son détenteur au risque de ne pas pouvoir vendre l'action qu'il détient au moment où il le souhaite au prix où il le souhaite : il devra soit consentir un effort sur le prix s'il veut absolument réaliser la transaction au moment souhaité, soit accepter d'attendre pour exécuter son ordre de bourse au prix souhaité.

La contrepartie de la faible liquidité se reflète dans le cours des sociétés peu liquides qui subissent une décote par rapport au cours d'une société qui aurait strictement la même activité, le même risque mais serait de taille plus importante. Cette décote est la contrepartie de l'effet taille dans le taux d'actualisation.

Ce risque est manifeste pour les actionnaires de MFB (le titre n'étant en moyenne négocié qu'environ un jour sur deux, et nos calculs montrent (cf. section III.C.2) que, au vu des échanges sur l'action lors des douze derniers mois, il faudrait plus de douze ans pour négocier l'ensemble du flottant de la société. C'est la raison pour laquelle Associés en Finance mentionne dans son rapport que la présente Offre constitue une opportunité pour les actionnaires de MFB de monétiser leur investissement.

Cette prise en compte du facteur taille dans la valorisation est une réalité qui n'est en rien une manière de défavoriser les actionnaires de MFB, mais le simple reflet de la situation boursière d'une action comme celle de MFB, que les actionnaires investissant dans l'action vivent au jour le jour lorsqu'ils cherchent à négocier leurs actions et subissent la faible liquidité du titre en bourse. Ils en ont à l'inverse bénéficié à l'achat de leurs actions, du fait de l'existence de cette décote de taille.

D'un point de vue financier, l'impact de la taille des sociétés en bourse sur leur valorisation est un fait établi par les recherches universitaires. C'est la raison pour laquelle Associés en Finance a intégré dans son modèle Trival la liquidité des titres comme élément de valorisation.

Ce modèle est un modèle de valorisation mis en place par Associés en Finance sur les fondements de la théorie financière développée à partir des années 60 aux Etats-Unis, dont la pratique s'est ensuite répandue sur tous les marchés financiers. Il fait suite à un premier modèle de valorisation (modèle de la Droite de Marché) construit par Associés en Finance entre la fin des années 70 et le début des années 2000. Le modèle Trival, diffusé à partir de 2001, a été mis en œuvre pour rendre compte de manière plus précise de la manière dont les marchés financiers valorisent les actions, en intégrant non seulement le facteur risque comme élément expliquant la rentabilité attendue des actions, mais aussi leur taille en bourse (c'est-à-dire leur liquidité). Cette inclusion de la taille comme facteur explicatif des cours est la conséquence de la recherche universitaire qui a montré qu'au-delà du seul facteur « risque » (mis en valeur dans le modèle originel du MEDAF, qui est un modèle rentabilité / risque), le facteur « taille » jouait un rôle significatif dans la valorisation des sociétés. On peut se référer notamment aux travaux d'Eugene Fama et Kenneth French¹³ (rappelons que Eugene Fama est titulaire du prix Nobel d'Economie 2003). Le modèle Trival® d'Associés en Finance se situe dans le prolongement de ces recherches, en liant la rentabilité des actifs à deux facteurs : leur risque et leur liquidité (ou leur taille).

En pratique, ce modèle permet de rendre compte de l'impact de la liquidité des sociétés sur leur valorisation, quelle que soit leur taille. L'échelle des coefficients d'illiquidité à fin octobre s'établissait entre 0,58 et 2,56 dans Trival (en tenant compte, comme décrit dans la méthodologie en annexe du rapport, tant du flottant que des montants négociés en bourse). Sur cette échelle, MFB se situe à un coefficient de 2,52. Comme indiqué dans le cœur du rapport (Tableau 12), la faible liquidité du titre implique un supplément de taux d'actualisation de 1,73% par rapport à la moyenne des sociétés suivies¹⁴.

Sur le sujet de l'évolution de la filière malterie au sein du groupe Soufflet et des synergies

L'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire en septembre 2018 de Grands Moulins de Strasbourg a soulevé des questions d'actionnaires sur un possible rachat par le groupe Soufflet (ou par Malteries Soufflet) du solde du capital de la Société des Malteries d'Alsace (cf. organigramme en Figure 4 de ce rapport). Il n'existe pas de visibilité actuellement sur ce sujet, et il convient de rappeler que MFB n'est pas actionnaire de la Société des Malteries d'Alsace. En tout état de cause, le réseau de malteries en France du groupe Soufflet fonctionne depuis longtemps de manière intégrée, en raison

¹³ Le modèle multifacteurs de Fama-French isole trois facteurs explicatifs : la rentabilité du marché (comme le MEDAF), le ratio capitalisation boursière / capitaux propres comptables (PBR, price to book ratio, effet value / growth) et l'écart de rentabilité entre les grosses capitalisations et les petites (effet liquidité / taille). Voir Fama E., French K., "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, juin 1992

¹⁴ Et en ce qui concerne le risque, le fait que le risque de MFB, inférieur à celui du marché, implique un taux d'actualisation, toutes autres choses égales par ailleurs, inférieur de -1,2% au taux moyen des sociétés suivies.

de l'accord de péréquation, qui permet une mutualisation des coûts et une centralisation d'un certain nombre de fonctions supports au niveau du groupe Soufflet. MFB bénéficie en particulier de l'accès à la matière première et de la force de négociation du groupe Soufflet. Rappelons que l'accord de péréquation revient à répartir les coûts sur l'ensemble des entités de malterie France, et à garantir à ces entités le même niveau de marge brute par tonne de malt. L'accord de péréquation existant depuis de nombreuses années, MFB et ses actionnaires ont déjà tiré parti de son existence.

De manière générale, on peut estimer que la très grande partie des synergies opérationnelles ont déjà été mises en œuvre au sein de la filière malterie du groupe Soufflet en France et ce tant au niveau de la gestion (achats, logistique, trésorerie, accords avec les grands brasseurs, etc.) que dans l'optimisation des sites de production du groupe.

S'il devait y avoir ultérieurement une fusion dans les structures françaises de la filière malterie du groupe Soufflet, les synergies devraient ainsi être très limitées (économie de frais de structures juridiques et en cas de retrait obligatoire effectif, économie de frais de cotation).

Autres sujets abordés

Offre publique de 2003

Il est fait mention dans certains courriers de l'offre publique de 2003 sur le groupe Pantin, offre qui impliquait une valorisation de MFB, et sur laquelle Associés en Finance avait été mandaté comme expert indépendant. Cette opération s'étant déroulée il y a quinze ans, le fait qu'Associés en Finance ait été expert indépendant lors de cette opération n'affecte en rien son indépendance.

La valorisation menée à l'époque sur MFB avait été menée selon des principes équivalents à ceux retenus pour la présente Offre, notamment en procédant à une valorisation de MFB par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie. Le taux d'actualisation utilisé à l'époque était nettement supérieur à celui pris en compte aujourd'hui, compte tenu des paramètres de marché constatés en 2003. Le coefficient de risque, relativement à l'ensemble de l'échantillon Trival, était de 0,97 pour MFB (contre 0,85 dans les présents travaux et 1,09 pour CIM¹⁵). Le coefficient d'illiquidité de MFB était alors de 1,70, dans la mesure où ce coefficient est calculé en relatif par rapport aux sociétés suivies dans Trival, et où la taille du titre MFB était à l'époque, en relatif par rapport à cet échantillon large de sociétés, plus importante que ce qu'elle n'est aujourd'hui.

La méthode de valorisation par les multiples des sociétés comparables n'avait pas été retenue, tandis que le rapport actuel en présente les résultats à titre indicatif uniquement (en tenant compte d'une décote sur CIM, compte tenu des éléments de risque et de taille mentionnés plus haut, décote qui évidemment n'était pas mentionnée en 2003, puisque la méthode n'avait pas du tout été mise en œuvre).

Valorisation de Secobra : il convient de rappeler la réalité économique de Secobra, qui fonctionne comme un laboratoire de recherche au service de l'industrie de maltage française (notamment R&D sur de nouvelles variétés de graines). Il est donc logique de prendre en compte Secobra à sa valeur d'investissement, les bénéfices que pourrait tirer MFB de sa participation dans Secobra étant implicitement inclus dans le plan d'affaires de la société. Par ailleurs, la prise en compte dans la valorisation de Secobra à un niveau correspondant à la quote-part de MFB dans ses capitaux propres aurait un faible impact.

¹⁵ Le coefficient de risque retenu en 2003 ne distinguait pas MFB et CIM, dans la mesure où CIM était à l'époque contrôlée par MFB, ce qui n'est pas le cas en 2018.

En conclusion, Associés en Finance confirme, après avoir étudié avec attention les courriers des actionnaires transmis par l'Autorité des Marchés Financiers, que l'analyse des questions soulevées par les actionnaires ne remet pas en cause ses conclusions sur l'équité du prix d'Offre de 600 € par action.

Travaux complémentaires de Portzamparc

En complément de son rapport initial, la banque présentatrice ajoute une analyse par la méthode des comparables boursiers uniquement à titre indicatif ainsi qu'une référence à une transaction interne à MFB. Associés en Finance présente à la fin de cette partie un tableau de synthèse de comparaison des valorisations de MFB obtenues par l'Expert Indépendant et Portzamparc.

La méthode des comparables boursiers

Comme Associés en Finance et pour des raisons équivalentes, la banque présentatrice a également choisi de présenter la méthode des comparables boursiers **seulement à titre indicatif**.

L'approche de Portzamparc repose sur une différenciation des marchés respectifs où opèrent MFB et CIM. La banque présentatrice a présenté deux échantillons. Le premier utilisé pour MFB intègre des sociétés dont les principales zones d'activités géographiques se situent dans des pays développés. Cet échantillon est constitué de GrainCorp, Bonduelle, C&C Group et d'Arcus ASA. Le second échantillon, utilisé pour CIM, est constitué de sociétés opérant principalement dans des marchés émergents : d'Anadolu Efes, China Agri-Industries, Olvi Oyj et d'Altia Oyj.

Rappelons qu'Associés en Finance, en l'absence de comparables évidents a choisi de présenter un échantillon de sociétés actives dans la première transformation de matières premières agricoles comme MFB et CIM. L'échantillon de Portzamparc est composé d'acteurs de première transformation et également d'acteurs actifs dans le secteur des boissons (vin, spiritueux, soft drink : Arcus, Anadolu Efes, Olvi et Altia), sur lesquels n'interviennent pas MFB et CIM.

Outre cette différence du choix des sociétés comparables, la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers diffère des travaux d'Associés en Finance sur les points suivants :

- Contrairement à Associés en Finance qui a choisi de constituer un seul échantillon de sociétés comparables, applicable à CIM et MFB, Portzamparc a construit deux échantillons, l'un pour MFB et l'autre pour CIM.
- La date de référence retenue : les multiples boursiers sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur un mois au 31 octobre 2018 par Associés en Finance et sur la base des cours moyens pondérés par les volumes au 30 novembre 2018 par Portzamparc.
- Les agrégats de MFB et CIM sont calendarisés au 30 juin par Associés en Finance et au 31 décembre par Portzamparc.
- Associés en Finance retient dans son calcul de multiples moyens trois années prospectives 2018^E, 2019^E et 2020^E et Portzamparc retient deux années prospectives 2019^E et 2020^E.
- Portzamparc a appliqué une décote de taille de 20% à MFB, en se référant au modèle de décote de taille d'Eric-Eugène Grena. Associés en Finance a appliqué une décote de risque et d'illiquidité de 25% à CIM.

L'approche par la méthode des comparables boursiers de la banque présentatrice extériorise une fourchette de valorisation entre 560€ et 606€ par action de MFB.

Les différences indiquées ci-dessus expliquent l'écart entre les niveaux de valorisation obtenus par Associés en Finance (valeur moyenne de 521€ par action MFB) et par la banque présentatrice.

Suite à cette approche, Portzamparc intègre à son analyse **à titre uniquement secondaire**, un échantillon composé de grands brasseurs mondiaux, AB InBev, Heineken, Molson Coors et Carlsberg. Cette méthode extériorise un prix par action compris entre 731€ et 754€ avant l'application d'une décote de taille. Cette dernière est justifiée par l'importante différence de taille entre la capitalisation boursière moyenne des brasseurs internationaux et celle de MFB (sur la base des cours moyens pondérés sur un mois au 31 novembre 2018 la capitalisation boursière moyenne de cet échantillon ressort à 52,1 Mds € contre une valeur des fonds propres de MFB - hors CIM - de 80 M€). Portzamparc, toujours en référence au modèle de décote de taille d'Eric-Eugène Grena, applique une décote de taille de 34%. Cette méthode aboutit à une fourchette de valorisation allant de 483€ à 498€ par action de MFB.

Acquisition par MSSP de la participation minoritaire détenue par Baltika Breweries

Cette transaction, évoquée par Associés en Finance (cf. page 36 du rapport), a été présentée par Portzamparc à titre indicatif. Elle extériorise un multiple d'EBITDA de 6,8x, soit une valeur par action de MFB de 538€ et un prix d'offre extériorisant une prime de 12%.

Synthèse des résultats suite aux travaux complémentaires de Portzamparc

Méthode	 Associés en Finance JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS	 Portzamparc
Examen des cours de bourse	Prime offerte par l'Offre de 22,4% par rapport au cours de clôture au 31 octobre 2018 Primes comprises entre 20,4% (cours sur 20 jours) et 12,9% (cours sur 250 jours) par rapport aux cours moyens pondérés sur 20, 40, 60, 120 et 250 jours au 31 octobre 2018	Prime offerte par l'Offre de 22,4% par rapport au cours de clôture au 31 octobre 2018 Primes comprises entre 20,4% et 13,0% par rapport aux cours moyens pondérés sur 20 jours, 60 jours, 6 mois, et 12 mois au 31 octobre 2018
Actualisation des flux prévisionnels	Valeur centrale de 525 € par action MFB sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 14,3% Valeur centrale de 520,6 € par action MFB sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 15,3%	Valeur centrale de 515 € par action MFB sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 16,5%
Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	A titre indicatif : Valeur moyenne de 521,2 € par action MFB sur la base des multiples d'EBITDA et d'EBIT 2018E, 2019E et 2020E. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 15,1%	A titre indicatif : valeur par action MFB comprise entre 560€ et 606€ sur la base de multiples d'EBITDA 2019E et 2020E. Sur cette base, le prix d'offre faire ressortir une prime de 7% sur la valeur basse et une décote de 1% sur la valeur haute A titre uniquement secondaire : valeur par action MFB comprise entre 483€ et 498€ sur la base de multiples d'EBITDA 2019E et 2020E des grands brasseurs internationaux. Sur cette base, le prix d'offre extériorise des primes respectives de 24% et 21%
Référence à une transaction interne à la Société	Méthode non retenue (cf. méthode des transactions)	A titre indicatif : valeur par action MFB de 538€ sur la base d'un multiple d'EBITDA moyen 2014, 2015 et 2016. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 12%

VII. Annexe 1 : Présentation de l'expert

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

Créé en 1968 par Jean-Michel Détroyat, Détroyat Associés a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière.

Créé en 1979, Associés en Finance est un acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation. Son co-fondateur Bertrand Jacquillat a contribué à développer différentes techniques d'évaluation et de calculs financiers aujourd'hui utilisés par l'ensemble de la communauté financière.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance et Détroyat Associés réside dans leur modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance, Détroyat et Jacquillat Associés suit de nombreux groupes dans le secteur des télécommunications, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance ou Détroyat Associés sont intervenus récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 21
Missions d'Associés en Finance et Détruyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
janv.-18	EPS	GDF International	Portzamparc	OPAS
nov.-17	Vexim	Stryker Corporation	BNP Paribas	OPAS
sept.-17	Le Tanneur	Tolomei Participations	Natixis	Augmentation de capital et OPAS
juin-17	Blue Solutions	Bolloré	BNP Paribas / Natixis	OPAS
juin-17	Fimalac	GML	BNP Paribas / Crédit Agricole / Société Générale	OPAS puis RO
juin-17	SIPH	Michelin	Oddo & Cie	OPR-RO
janv.-17	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
nov.-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
nov.-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
oct.-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
sept.-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juil.-15	Serma	Financière Ampère Gallée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Edition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Credit Agricole CIB	OPA
nov.-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
oct.-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
sept.-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
sept.-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
sept.-14	AlphaMos	DMS	Rochefort & Associés	Augmentation de capital
juil.-14	Carrefour Property Développement	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, et a mis en œuvre en interne les procédures et diligences nécessaires pour le respect des exigences requises des experts indépendants conformément aux principes énoncés dans les instructions AMF n°2006-15, n°2006-08 et dans le Règlement Général de l'AMF aux articles 261-4 et 262.1.

Personnes associées à la réalisation de la mission

■ Arnaud Jacquillat – Directeur Général

Il assure la supervision opérationnelle des missions de conseil et de développement d'Associés en Finance depuis 2013. Arnaud a commencé sa carrière chez Nomura. Il a été trader à Paris et Londres. Il a ensuite rejoint la Banque NSM pour suivre les investissements en actions et produits dérivés étrangers. Il a ensuite dirigé le département Epargne salariale et présidé la filiale Phenix. En 1991, il rejoint ABN AMRO Amsterdam comme Vice-Président en charge de la stratégie. Il entame ensuite une carrière de banquier d'affaires où pendant 15 ans il a conseillé les plus grandes entreprises françaises dans le secteur des biens de consommation et des services informatiques. Chez ABN AMRO d'abord puis à la Royal Bank of Scotland, Arnaud a réalisé de nombreuses transactions, notamment avec Pernod Ricard, Lactalis, Bel, Casino, Auchan, Alcatel, Atos Origin, Cap Gemini et des fonds d'investissement comme 3i, Condorcet, Eurazeo.

■ **Mathilde de Montigny – Manager, Equipe d’Exécution**

Mathilde de Montigny est titulaire d’un Master 222 – Marchés Financiers & Gestion d’Actifs de l’Université Paris Dauphine et membre de la SFAF. Elle a commencé sa carrière chez Banque Fédéral Finance. Depuis son arrivée chez Associés en Finance, Mathilde a mené de nombreuses missions d’expertises et d’évaluation indépendantes (expertises de marchés, litiges fiscaux et dossiers de restructuration financière). Elle est intervenue sur de nombreux dossiers de modélisation de produits optionnels complexes.

■ **Marjory Coustaroux – Analyste, Equipe d’Exécution**

Marjory Coustaroux a rejoint l’équipe d’Associés en Finance en 2016, dédiée aux activités d’évaluation indépendante, après avoir travaillé chez Blackfin Capital Partners en private equity. Elle a démarré sa carrière au sein de Crédit Agricole CIB. Elle est Ingénieur diplômée de l’INSA Toulouse et du Master Techniques Financières de l’ESSEC.

■ **Hassen Ben Nasr – Analyste, Equipe d’Exécution :**

Hassen Ben Nasr a rejoint les équipes d’Associés en Finance en 2018 en tant qu’Analyste en charge notamment du secteur Agroalimentaire. En 2016, il est Analyste M&A chez SG CIB, sur les secteurs de la grande consommation, du luxe et de la distribution. Hassen a travaillé auparavant chez Natixis, en tant qu’Analyste *sell-side* sur le secteur de la grande consommation. Il est diplômé de l’EM Lyon et de East China Normal University (Shanghai).

■ **Catherine Meyer – Associée et Responsable de l’exécution**

Responsable de l’exécution, en charge des missions d’évaluation, d’expertise et de conseil, Catherine est également responsable transversale de la Formation et de la veille technique d’Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés. Diplômée d’HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, elle a animé des séances de formation à la SFAF. Catherine est intervenue sur de nombreux dossiers d’attestation d’équité sur des secteurs d’activité divers. Elle a aussi mené des missions de valorisation d’actifs non cotés, d’études du coût du capital des sociétés, des dossiers de contentieux et d’arbitrage, et des missions de valorisation d’instruments optionnels.

■ **Bertrand Jacquillat – Président d’Honneur, Responsable du Contrôle Qualité**

Bertrand Jacquillat est cofondateur d’Associés en Finance, Président d’Honneur d’Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés, et vice-président du Cercle des économistes.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à la nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de MFB le 8 octobre 2017, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 8 octobre 2018 au 6 novembre 2018. Le présent rapport a été établi sur la base des cours au 31 octobre 2018.

Au cours de cette période, Associés en Finance a eu des contacts physiques ou téléphoniques avec les différentes personnes indiquées ci-dessous :

- Christophe Passelande, Président-Directeur Général de Malteries Franco-Belges ;
- Laurent Bernasse, Administrateur de Malteries Franco-Belges ;
- Marie-Ange Mathieu, Directrice Financière groupe Soufflet ;
- Stéphane Paillard, Directeur Juridique groupe Soufflet ;
- Sandrine Parola Lucquin, Directeur Juridique Adjointe groupe Soufflet ;
- Jean-Yves Launay, Directeur de la consolidation et des normes comptables du groupe Soufflet ;
- Brice Peters, Responsable Administration et Gestion de la division Malteries du groupe Soufflet ;
- Stanislas Jannet, Director Portzamparc ;
- Geoffroy Michalet, Analyst Portzamparc ;
- François Couhadon, Associé, de Gaulle Fleurance & Associés

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles.

Le programme de travail détaillé et les sources d'information utilisées sont également présentés ci-dessous :

■ Analyse de documents

- Derniers statuts de Malteries Franco-Belges ;
- Organigramme juridique de MFB et de ses filiales ;
- Répartition à jour du capital de la Société (en actions et en droits de vote), détail des éventuels instruments dilutifs ;
- Rapports de gestion de Malteries Franco-Belges sur les 3 derniers exercices ;
- Procès-verbaux des Conseils d'Administration de MFB et des Assemblées Générales (sur les 3 derniers exercices) ;
- Rapports (généraux et spéciaux) des commissaires aux comptes sur les trois derniers exercices ;
- Accords de péréquation entre Malteries Soufflet, Malteries Franco-Belges et Malteries d'Alsace
- Convention de trésorerie
- Projets de Note d'information et éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par la banque présentatrice et projet de Note en réponse ;
- Comptes sociaux, comptes consolidés et annexes 2017 / 2018 ;
- Etudes passés et prospectives sur l'environnement opérationnel de MFB et CIM ;
- Plan d'affaires documenté et commenté, pour MFB et les entités de CIM ;
- Exemple de *Long-Term Agreement (LTA)* passé entre MFB et un brasseur

-
- Documents comptables et financiers sur CIM : documents comptables sur les trois années ;
 - Procès-verbaux des délibérations de l'assemblée générale de MFB des exercices 2015, 2016 et 2017 ;

■ **Utilisation des bases de données**

- utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
- utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance.

■ **Analyse de la Société et de son environnement**

- analyse de l'environnement économique et concurrentiel du marché ;
- analyse financière, comptes et stratégie de MFB et CIM ;
- analyse des comparables boursiers de la Société.

■ **Evaluation de MFB et CIM selon une approche multicritères**

■ **Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus**

■ **Mise en œuvre du contrôle qualité**

■ **Examen des travaux de Portzamparc**

■ **Rédaction du rapport d'expertise**

■ **Présentation du rapport à la Société**

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) s'établissent entre 45 000 et 55 000 € hors TVA plus frais techniques.

VIII. Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®

Le modèle d'évaluation Trival® permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival® représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

VIII.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival® est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival® est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 35 M€ pour le plus faible à 700 Mds€ pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. Le second fait converger les variables de rentabilité du

groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65% (80% actuellement).

VIII.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance, Jacquillat et Détoyat Associés a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est

bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres (paragraphe 1), permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.

IX. Annexe 3 : Caractéristiques opérationnelles des comparables boursiers (méthode considérée à titre indicatif)

Le Tableau 22 présente les caractéristiques opérationnelles et boursières au 31 octobre 2018 des différentes sociétés identifiées.

Tableau 22
Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon présenté à titre indicatif (M€)

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	TCAM 2018-2020			CAPEX / CA		
		2017R	2017R	2017R	CA	EBITDA	EBIT	2018E	2019E	2020E
Tier 1										
Graincorp	Australie	2 797,6	204,5	116,3	1,1%	1,8%	2,4%	(3,8%)	(2,8%)	(2,2%)
China Agri-Industries	Hong-Kong	10 609,5	330,1	159,2	7,2%	9,7%	19,2%	(1,7%)	(1,6%)	(1,4%)
Bonduelle	France	2 288,1	178,5	108,5	2,8%	9,9%	8,0%	(3,5%)	(3,7%)	(3,6%)
Moyenne					3,7%	7,1%	9,9%	(3,0%)	(2,7%)	(2,4%)
Médiane					2,8%	9,7%	8,0%	(3,5%)	(2,8%)	(2,2%)
Tier 2										
AB InBev	Belgique	45 041,3	16 801,5	13 556,9	2,1%	4,9%	5,0%	(8,0%)	(7,5%)	(7,3%)
Heineken	Pays-Bas	21 340,0	4 586,5	3 104,0	4,0%	7,4%	9,8%	(8,4%)	(8,7%)	(8,4%)
Molson Coors	Etats-Unis	9 712,3	1 546,5	1 030,4	0,1%	(0,4%)	(0,9%)	(5,7%)	(5,9%)	(5,8%)
Moyenne					2,9%	5,6%	7,3%	(5,2%)	(5,0%)	(4,8%)
Médiane					2,4%	6,2%	6,5%	(4,7%)	(4,8%)	(4,7%)

Société	Pays	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT			CAPEX / CA		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
Tier 1										
Graincorp	Australie	7,0%	6,5%	7,1%	3,4%	2,5%	3,5%	(3,8%)	(2,8%)	(2,2%)
China Agri-Industries	Hong-Kong	3,7%	3,9%	3,9%	2,2%	2,5%	2,7%	(1,7%)	(1,6%)	(1,4%)
Bonduelle	France	7,2%	7,8%	8,2%	4,5%	4,6%	4,9%	(3,5%)	(3,7%)	(3,6%)
Moyenne		5,9%	6,0%	6,4%	3,3%	3,2%	3,7%	(3,0%)	(2,7%)	(2,4%)
Médiane		7,0%	6,5%	7,1%	3,4%	2,5%	3,5%	(3,5%)	(2,8%)	(2,2%)
Tier 2										
AB InBev	Belgique	39,1%	40,7%	41,3%	31,8%	33,0%	33,7%	(8,0%)	(7,5%)	(7,3%)
Heineken	Pays-Bas	22,4%	23,5%	23,9%	15,8%	17,2%	17,6%	(8,4%)	(8,7%)	(8,4%)
Molson Coors	Etats-Unis	23,4%	22,9%	23,1%	15,7%	15,0%	15,5%	(5,7%)	(5,9%)	(5,8%)
Moyenne		17,1%	17,5%	17,9%	12,2%	12,5%	13,0%	(5,2%)	(5,0%)	(4,8%)
Médiane		14,8%	15,4%	15,7%	10,1%	9,8%	10,2%	(4,7%)	(4,8%)	(4,7%)

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A 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. »

Christophe Passelande,
Président-Directeur Général de Malteries Franco-Belges