

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ**



Initiée par la Société

UNICHIPS INTERNATIONAL BV

Présentée par



**PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIÉTÉS
UNICHIPS INTERNATIONAL BV et BISCUITS GARDEIL**

Durée de l'Offre : 10 jours de négociation

Prix de l'Offre : 22,58 euros par action BISCUITS GARDEIL

Avis important

Sous réserve de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet de note d'information, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions BISCUITS GARDEIL qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'offre publique de retrait à la société UNICHIPS INTERNATIONAL BV, moyennant une indemnisation de 22,58 euros par action BISCUITS GARDEIL.



Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 30 avril 2013, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18, 236-3 237-1 et suivants de son Règlement général.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Le présent projet de note d'information est disponible sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) et le site Internet de la société BISCUITS GARDEIL (www.biscuitsgardeil.com), et peut être obtenu sans frais auprès de :

UNICHIPS INTERNATIONAL BV
Claude Debussylaan 24
1082 MD Amsterdam

Banque DELUBAC & Cie
152 Boulevard Hausmann
75008 Paris

BISCUITS GARDEIL
ZA du Pré de la Dame Jeanne
60128 Plailly

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la société UNICHIPS INTERNATIONAL BV et de la Société BISCUITS GARDEIL seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait. Ces informations qui feront l'objet de deux documents d'information spécifiques établis par la Société UNICHIPS INTERNATIONAL BV et par la Société BISCUITS GARDEIL seront mises à la disposition du public selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1	PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION	
1.1	CONTEXTE DE L'OFFRE	3
1.1.1	<i>Historique de la participation d'UNICHIPS dans GARDEIL/Présentation de l'opération</i>	3
1.1.2	<i>Déclarations de franchissements de seuils</i>	4
1.1.3	<i>Répartition actuelle du capital de GARDEIL</i>	4
1.1.4	<i>Motifs de l'Offre</i>	4
1.2	INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES DOUZE PROCHAINS MOIS	5
1.2.1	<i>Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière</i>	5
1.2.2	<i>Direction de la Société et organes sociaux</i>	5
1.2.3	<i>Perspective ou non d'une fusion</i>	5
1.2.4	<i>Orientation en matière d'emploi</i>	5
1.2.5	<i>Politique de distribution de dividendes</i>	5
2	CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	5
2.1	TERMES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	5
2.2	TITRES VISÉS PAR L'OFFRE ET LE RETRAIT OBLIGATOIRE	6
2.3	MODALITÉS DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	6
2.3.1	<i>L'Offre</i>	6
2.3.2	<i>Le Retrait Obligatoire</i>	7
2.4	CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	7
2.5	RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE HORS DE FRANCE	8
2.6	RÉGIME FISCAL DE L'OFFRE	9
2.6.1	<i>Personnes physiques résidentes fiscales de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé</i>	9
2.6.1.1	<i>Actions détenues au sein d'un Plan d'Epargne en Actions (« PEA »)</i>	10
2.6.1.2	<i>PEE</i>	10
2.6.2	<i>Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés</i>	10
2.6.2.1	<i>Régime de droit commun</i>	10
2.6.2.2	<i>Régime spécial des plus-values à long terme</i>	11
2.6.3	<i>Non résidents fiscaux français</i>	11
2.6.4	<i>Autres actionnaires</i>	11
2.6.5	<i>Titres qui feront l'objet du Retrait Obligatoire</i>	12
2.7	MODALITÉS DE FINANCEMENT DE L'OFFRE ET FRAIS LIÉS À L'OPÉRATION	12
2.8	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GARDEIL	12
2.9	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	12
3	ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	12
3.1	SYNTHÈSE – DÉTERMINATION DU PRIX DE L'OFFRE	12
3.2	LES MÉTHODES ECARTEES	13
3.3	LES MÉTHODES RETENUES	20
3.4	TABLEAU RECAPITULATIF DES MÉTHODES D'ÉVALUATION ET PRIX D'OFFRE	26
4	RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE	27
5	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GARDEIL	60
6	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE	61

1 PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

En application des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), la société UNICHIPS INTERNATIONAL BV, société de droit néerlandais au capital de 24 036 738,05 euros dont le siège social est situé à Claude Debussylaan 24 – 1082 Amsterdam - Pays Bas, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 33246145 (« **l'Initiateur** » ou « **UNICHIPS** ») offre irrévocablement aux actionnaires de la société BISCUITS GARDEIL, société anonyme à Conseil d'administration au capital de 732 045 euros, dont le siège social est situé ZA du Pré de la Dame Jeanne – 60 128 Plailly, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Compiègne sous le numéro 026 620 013 (« **GARDEIL** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions GARDEIL au prix de 22,58 euros par action dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'« **Offre** ») qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »).

Les actions GARDEIL sont admises aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000065435 (compartiment C).

UNICHIPS est une société détenue à hauteur de 100 % par UNICHIPS FINANZIARA Spa, société anonyme de droit italien, immatriculée au Registre des Sociétés sous le numéro 146286 3627 36, dont la famille VITALONI détient 100% du capital et des droits de vote.

A la date du dépôt du projet d'Offre, l'Initiateur détient plus de 95 % du capital et des droits de vote de la Société.

L'Offre sera immédiatement suivie de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, étant précisé que, dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions GARDEIL qui n'auraient pas été apportées à l'Offre seront transférées au profit de UNICHIPS moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre, soit 22,58 euros par action.

Banque DELUBAC & Cie en tant que banque présentatrice de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

L'offre étant déposée d'un commun accord entre UNICHIPS et GARDEIL, le présent projet de note d'information est établi conjointement.

1.1 CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1.1 *Historique de la participation d'UNICHIPS dans GARDEIL/Présentation de l'opération*

La société BISCUITS GARDEIL a été introduite en octobre 1985 sur le Second Marché de la bourse de Bordeaux.

En 1990, UNICHIPS lance une Offre publique d'achat sur les titres GARDEIL au prix de 292 F par action (44,51 €) et acquiert à cette occasion le contrôle de la Société suite à la promesse irrévocable de vente consentie par la famille Gardeil au groupe UNICHIPS.

A l'issue de cette opération, UNICHIPS détenait plus de 90 % du capital de la Société.

Il a maintenu sa participation en l'état jusqu'en 2013.

UNICHIPS a ainsi procédé le 17 janvier 2013 à l'acquisition hors marché de 27 280 actions GARDEIL représentant 5,69 % du capital de la société auprès de Financière de l'Échiquier au prix de 13,50 euros par action.

A l'issue de cette opération et compte tenu de sa participation antérieure, UNICHIPS détient à ce jour 461 415 actions GARDEIL, soit 96,09 % du capital et 461 423 droits de vote de la Société incluant des droits de vote double, soit au total 97,38% des droits de vote.

1.1.2 Déclarations de franchissements de seuils

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, les déclarations de franchissement de seuils suivantes ont été effectuées auprès de l'AMF :

- Le 18 janvier 2013, la société Financière de l'Échiquier (53 avenue d'Iéna - 75116 PARIS) agissant pour le compte du fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 17 janvier 2013, les seuils de 5% en capital et en droits de vote de la société BISCUITS GARDEIL et ne plus détenir aucun titre de cette société.
- Le 21 janvier 2013, l'Initiateur a déclaré avoir franchi à la hausse, le 17 janvier 2013, les seuils de 95 % en capital et en droits de vote de la société BISCUITS GARDEIL et détenir le nombre d'actions et de droits de vote visé au paragraphe 1.1.1.

Ces déclarations ont fait l'objet de deux avis publiés par l'AMF sous les numéros respectifs 213C0069 pour la société Financière de l'Échiquier et 213C0084 pour l'Initiateur.

Ces déclarations de franchissement de seuils ont également été déclarées à la société BISCUITS GARDEIL le 18 janvier 2013, conformément aux dispositions légales et statutaires.

1.1.3 Répartition actuelle du capital de GARDEIL

A la date du dépôt de l'Offre, le capital social de la Société, s'élevant à 732 045 euros, est divisé en 480 190 actions réparties de la façon suivante :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
UNICHIPS INTERNATIONAL BV	461 415	96,09%	461 423*	97,38%
Personnes physiques au nominatif Y compris les mbres du Conseil	25	0,01%	49 **	0,01%
Auto-détention	3 740	0,78%	-	0,00%
Contrat de liquidité	2 642	0,55%	-	0,00%
Public	12 368	2,58%	12 368	2,61%
Total	480 190	100,00%	473 840	100,00%

* Dont 8 droits de vote double

** Dont 24 droits de vote double.

1.1.4 Motifs de l'Offre

Le présent projet vise à procéder au retrait de la Société du marché boursier, et l'offre est proposée aux actionnaires minoritaires détenant à ce jour ensemble 2,58 % du capital et 2,62% des droits de vote de la Société.

En effet, le maintien de la cote ne correspond plus au modèle économique et financier de la Société et de son actionnaire majoritaire, ces derniers ne souhaitant plus financer la Société par voie d'appel au marché boursier. Le retrait de la cote lui permettra de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres aux négociations sur un marché réglementé et de réduire les coûts qui y sont associés. De plus, compte tenu de la faible liquidité du marché de l'action GARDEIL, le présent projet permet d'offrir aux actionnaires de GARDEIL une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 22,58 euros par action.

L'Initiateur a donc déposé auprès de l'AMF la présente Offre qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire. Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté la Banque DELUBAC & Cie qui a procédé à une évaluation des actions GARDEIL dont une synthèse est reproduite au chapitre 3 du présent projet de note d'information.

Par ailleurs, en application de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF, GARDEIL a procédé à la désignation de Salustro & Associés, représenté par Monsieur Olivier Salustro, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le prix des actions GARDEIL faisant l'objet de l'Offre et du Retrait Obligatoire. Le rapport de l'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire, est intégralement reproduit au chapitre 4 du présent projet de note d'information.

1.2 INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES DOUZE PROCHAINS MOIS

1.2.1 Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière

L'Initiateur n'entend, à ce jour, modifier ni la stratégie, ni la politique industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des douze prochains mois. En particulier, l'Initiateur n'entend pas modifier l'activité ou l'objet social de la Société.

1.2.2 Direction de la Société et organes sociaux

Il est rappelé qu'UNICHIPS détient, à la date du présent document, 96,09% du capital social et 97,38% des droits de vote de la Société.

L'Offre n'aura pas d'incidence sur la composition des organes sociaux et de direction de GARDEIL.

1.2.3 Perspective ou non d'une fusion

L'Initiateur n'envisage pas, à ce stade, de proposer une opération de fusion avec GARDEIL mais se réserve la possibilité d'effectuer toute opération de rationalisation et de simplification de la partie du groupe UNICHIPS en France, dont fait partie GARDEIL.

1.2.4 Orientation en matière d'emploi

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité opérationnelle de GARDEIL et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique de l'emploi poursuivie par GARDEIL. Les salariés de la Société continueront à bénéficier des mêmes statuts collectif et individuel.

1.2.5 Politique de distribution de dividendes

La politique de distribution de dividendes sera déterminée en fonction de la capacité distributrice de GARDEIL et de ses besoins de financement. UNICHIPS ne prévoit pas de distribuer de dividendes au moins au cours des douze prochains mois.

2 CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

2.1 TERMES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, Banque DELUBAC & Cie, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 30 avril 2013 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions GARDEIL non encore détenues à ce jour par l'Initiateur, à l'exception d'une action pour chacun des quatre (4) membres du Conseil d'Administration GARDEIL, des 3 740 titres auto détenus par GARDEIL et des 2 642 titres faisant l'objet d'un contrat de liquidité auprès de la banque KEPLER

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de GARDEIL à acquérir, au prix de 22,58 euros par action, toutes les actions GARDEIL à l'exception de celles visées au paragraphe précédent qui seront présentées à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Banque DELUBAC & Cie garantit, en qualité de banque présentatrice de l'Offre, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

2.2 TITRES VISÉS PAR L'OFFRE ET LE RETRAIT OBLIGATOIRE

Il est rappelé qu'à la date du présent document, UNICHIPS détient 461 415 actions GARDEIL, représentant 96,09% des actions de GARDEIL et 461 423 droits de vote, représentant 97,38 % des droits de vote de GARDEIL, sur la base d'un capital composé de 480 190 actions et 473 840 droits de vote de la Société calculés en application de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

L'Offre porte donc sur l'intégralité des actions GARDEIL non encore détenues par UNICHIPS, à l'exclusion d'une action pour chacun des quatre membres du Conseil d'Administration de GARDEIL, des titres en auto détention et des titres objet du contrat de liquidité, soit 12 389 actions représentant 2,58% du capital social au total et 12 410 droits de vote représentant 2,62% des droits de vote de GARDEIL.

Par ailleurs, il est rappelé qu'à l'exception des actions mentionnées ci-dessus, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de GARDEIL.

2.3 MODALITÉS DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

2.3.1 L'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 30 avril 2013. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 III et 231-17 du Règlement général de l'AMF, un avis financier relatif aux termes de l'Offre sera publié dans le journal Les Echos, le 2 mai 2013 par l'Initiateur et GARDEIL. En outre, le projet de note d'information est tenu gratuitement à la disposition du public au siège des sociétés GARDEIL, UNICHIPS et auprès de Banque DELUBAC & Cie, et sera mis en ligne le 2 mai 2013 sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de GARDEIL (www.biscuitsgardeil.com).

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information.

La note d'information conjointe ainsi visée par l'AMF ainsi que les documents contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF et de la Société et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles sans frais au siège des sociétés GARDEIL, UNICHIPS et auprès de Banque DELUBAC & Cie. Un communiqué sera publié conjointement par l'Initiateur et GARDEIL, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, un avis d'ouverture de l'Offre sera publié par l'AMF. Un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment sa date de prise d'effet, sera publié par NYSE Euronext Paris.

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation.

Banque DELUBAC & Cie, agissant pour le compte d'UNICHIPS, s'engage irrévocablement à acquérir, au prix de 22,58 euros par action, toutes les actions GARDEIL qui seront présentées sur le marché pendant la durée de l'Offre.

Les actions GARDEIL détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les propriétaires d'actions inscrites en compte nominatif doivent demander, dans les plus brefs délais, au teneur du compte titres nominatif (Banque CACEIS - CACEIS CORPORATE TRUST - 14 rue Rouget de l'Île - 62 130 ISSY LES MOULINEAUX - Madame Nathalie LECOMPTE - Tel +33 (0)1 57 78 31 57) l'inscription de leurs actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

Les actionnaires de GARDEIL qui souhaiteront apporter leurs actions dans les conditions proposées dans le cadre de l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement,...) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

Les actions apportées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété.

Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de négociation après chaque exécution, les frais demeurant en totalité à la charge de l'actionnaire apportant ses titres à l'Offre. La Société de bourse Natixis Capital Markets se portera acquéreur, pour le compte de Banque DELUBAC & Cie, de toutes les actions GARDEIL apportées à l'Offre, au nom et pour le compte de l'Initiateur.

2.3.2 Le Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du Règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, les actions GARDEIL qui n'auront pas été présentées à l'Offre seront transférées à UNICHIPS moyennant une indemnisation d'un montant identique au prix de l'Offre, soit 22,58 euros pour chaque action GARDEIL à compter du jour de négociation suivant la clôture de l'offre. Les actions GARDEIL visées par la procédure de retrait obligatoire seront l'ensemble des actions GARDEIL qui n'auront pas été apportées à l'Offre à l'exception des actions détenues directement par l'Initiateur, des actions auto détenues par GARDEIL, des actions objet du contrat de liquidité.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, le jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Banque DELUBAC & Cie. Euroclear France clôturera le code ISIN FR0000065435 des actions GARDEIL et les comptes affiliés et délivrera à ces derniers des attestations du solde de leur compte en actions GARDEIL. Banque DELUBAC & Cie, en qualité de centralisateur des opérations d'indemnisation, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions GARDEIL de l'indemnité leur revenant, nette de tout frais.

Conformément à l'article 237-6 du Règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions GARDEIL dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par Banque DELUBAC & Cie pendant 10 ans à compter du jour de négociation suivant la clôture de l'Offre et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds pourront être réclamés à tout moment par leurs ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au profit de l'Etat.

Les actions GARDEIL seront radiées du compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris à partir du jour de négociation suivant la clôture de l'Offre, date à laquelle le Retrait Obligatoire sera effectif.

2.4 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et un avis annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre.

30 avril 2013 : Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF

2 mai 2013 : Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de GARDEIL (www.biscuitsgardeil.com) du projet de note d'information conjointe.

2 mai 2013	Publication d'un avis financier relatif aux termes de l'offre dans un journal à publication nationale, Les Echos.
28 mai 2013	: Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe
30 mai 2013	: Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de GARDEIL (www.biscuitsgardeil.com) (i) de la note d'information conjointe visée par l'AMF, et (ii) des documents « Autres informations » relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières des sociétés UNICHIPS et GARDEIL
30 mai 2013	: Diffusion d'un communiqué de presse conjoint précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF ainsi que des documents « Autres Informations » des sociétés UNICHIPS et GARDEIL
31 mai 2013	: Ouverture de l'Offre
13 juin 2013	: Clôture de l'Offre
14 juin 2013	: Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
14 juin 2013	: Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions GARDEIL du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris.

2.5 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE HORS DE FRANCE

L'Offre est faite exclusivement en France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa hors de France.

Les titulaires d'actions GARDEIL en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions hors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession du présent document sont tenues de se renseigner sur les restrictions en vigueur dans leur pays et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale.

Notamment, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à des personnes résidant aux Etats-Unis ou « US Persons » (au sens du règlement S pris en vertu de l'US Securities Act de 1933). Aucune acceptation de cette Offre ne peut provenir des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, diffusé ou remis directement ou indirectement aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Tout actionnaire de GARDEIL qui apporterait ses actions à l'Offre sera considéré comme déclarant qu'il n'est pas aux Etats-Unis ou une personne résidant aux Etats-Unis ou « US person » (au sens du règlement S pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933) et qu'il ne délivre pas d'ordre d'apport de titres depuis les Etats-Unis. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

2.6 RÉGIME FISCAL DE L'OFFRE

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que le présent paragraphe 2.6 est un résumé du régime fiscal applicable. Cet exposé est fondé sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur. Cet exposé prend en compte les éventuelles modifications dans le cadre de la loi de finances pour 2013.

Ces informations ne constituant qu'un résumé du régime fiscal applicable donné à titre d'information générale et n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un actionnaire de GARDEIL. Ces informations rendent compte du régime fiscal en vigueur, indépendamment des mesures nouvelles qui auraient pu être annoncées entre la date des présentes et le jour de la cession mais n'ayant pas été définitivement adoptées par un texte de loi et fait l'objet d'un décret d'application à la date de présentes. Il est recommandé aux actionnaires de consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière.

Les non-résidents français doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence.

2.6.1 *Personnes physiques résidentes fiscales de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé*

Les informations contenues dans le présent exposé ne couvrent pas la situation des personnes qui réalisent des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée à titre professionnel.

La Loi de Finances pour 2013 prévoit à son article 10 un nouveau régime d'imposition pour les gains de cession de valeurs mobilières et de droits sociaux des particuliers réalisés à compter du 1^{er} janvier 2013.

La présente réforme ne modifie pas les règles d'imputation des moins-values éventuellement réalisées. Celles-ci restent donc imputables sur les plus-values de même nature réalisées au titre de la même année et des dix années suivantes (article 150-OD 11° du Code général des Impôts).

A compter du 1^{er} janvier 2013, les gains nets de cession sur valeurs mobilières sont, sauf exceptions, imposés au barème progressif de l'impôt sur le revenu avec application d'un mécanisme d'abattement tenant compte de la durée de détention des titres par le cédant. La durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions, parts, droits ou titres.

L'abattement pratiqué sur le montant net de la plus-value est égal à :

- 20 % de son montant pour une détention comprise entre deux et quatre ans
- 30 % de son montant pour une détention comprise entre quatre et six ans
- 40 % de son montant après six ans de détention

La plus-value de cession sur valeurs mobilières est également soumise aux prélèvements sociaux suivants au taux global de 15,5 % assis sur le montant de la plus-value nette avant abattement.

- la contribution sociale généralisée de 8,2 % (la « CSG »)
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale de 0,5 % (la « CRDS »)
- le prélèvement social de 4,5 %
- la contribution additionnelle de 0,3 %
- le prélèvement de solidarité de 2 %

L'imposition des gains de cession de valeurs mobilières au barème progressif de l'impôt sur le revenu emporte la déductibilité de la CSG y afférente au regard de l'impôt sur le revenu. La CSG est ainsi déductible à hauteur de 5,1 %.

L'apport à l'Offre aura pour effet de mettre fin aux éventuels reports et sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des actions apportées à l'Offre.

2.6.1.1 Actions détenues au sein d'un Plan d'Epargne en Actions (« PEA »)

Les actions GARDEIL constituent des actifs éligibles au PEA.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit à une exonération d'impôt sur le revenu à raison des produits et des plus-values générés par des placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et que la durée du PEA soit au moins égale à cinq ans. Au-delà de cinq ans, le retrait total (ou partiel avant huit ans) entraîne la clôture du plan. Le gain net réalisé est exonéré d'impôt sur le revenu mais est soumis aux prélèvements sociaux définis ci-dessus aux taux en vigueur à la date de la réalisation des gains.

Les moins-values éventuellement constatées lors de la clôture anticipée du PEA sont, sous certaines conditions, imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix (10) années suivantes. Aux termes de l'article 200 A, 5 du Code général des impôts, tel qu'aménagé par l'article 10, I-N de la Loi de Finances pour 2013, les retraits ou rachats sur un PEA avant l'expiration de la cinquième année de fonctionnement du plan demeurent soumis à une imposition forfaitaire au taux de 22,5 % (retraits ou rachats avant deux ans) ou de 19 % (retraits ou rachats entre deux et cinq ans).

2.6.1.2 PEE

Les revenus des titres détenus dans un plan d'épargne entreprise (PEE) sont exonérés d'impôt sur le revenu s'ils sont remployés dans ce plan et astreints à la même période d'indisponibilité de cinq (5) ans que les titres auxquels ils se rattachent. Ils sont définitivement exonérés à l'expiration de la période d'indisponibilité correspondante. Les plus-values réalisées sont également exonérées d'impôt sur le revenu à la condition que ces titres revêtent la forme nominative et comportent la mention de leur origine.

Les avoirs détenus dans le cadre d'un PEE dont le participant a demandé la délivrance, soit en cas de déblocage anticipé dans les conditions prévues par les dispositions législatives ou réglementaires applicables, soit au-delà des périodes d'indisponibilité, demeurent soumis aux prélèvements sociaux (CSG, CRDS, prélèvement social et contributions additionnelles).

Dans l'hypothèse où un FCPE investi en actions GARDEIL apporterait ses actions GARDEIL à l'Offre, dans le respect des dispositions législatives, réglementaires ou statutaires applicables, le régime fiscal et social applicable aux parts de FCPE ne sera en principe pas remis en cause si et dans la mesure où les avoirs détenus par les porteurs demeurent bloqués pendant le délai d'indisponibilité restant à courir, conformément à la Circulaire Interministérielle du 14 septembre 2005 relative à l'épargne salariale.

2.6.2 Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés

2.6.2.1 Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession de titres de portefeuille, égales à la différence entre, d'une part, le prix offert et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions GARDEIL apportées à l'Offre, seront incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,33 % auquel est susceptible d'être ajoutées :

- la contribution sociale de 3,3 % (article 235 *ter* ZC du CGI) qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement ne pouvant excéder 763 000 euros par période de douze mois.
- la contribution exceptionnelle de 5 % (article 235 *ter* ZAA) qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés. Cette contribution demeurera en vigueur jusqu'à l'exercice clos le 31 décembre 2015.

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-I b et 235 *ter* ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15 % dans la limite de 38 120 euros de bénéfice imposable et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3 % et de la contribution exceptionnelle de 5 %.

Le résultat de cession des titres de participation détenus depuis moins de deux ans est compris dans le résultat taxable au taux de droit commun. Un régime de report déduction s'applique toutefois aux moins-values de cession s'il existe des liens de dépendance entre la cédante et la cessionnaire.

2.6.2.2 Régime spécial des plus-values à long terme

Conformément aux dispositions de l'article 219 I a quinquies, les plus-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par cet article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans bénéficient d'une exonération d'impôt sur les sociétés, moyennant la réintégration dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges.

L'article 22 de la Loi de Finances pour 2013 est venu modifier l'assiette et le taux de la quote-part de frais et charges sur les plus-values de cession de titres de participation.

Assiette de la quote-part de frais et charges

Conformément aux dispositions de la Loi de Finances pour 2013, la quote-part de frais et charges doit être désormais calculée sur le montant brut des plus-values de cession de titres de participation et non plus sur le résultat net des cessions. Toutefois, la quote-part de frais et charges, calculée dorénavant sur le montant brut des plus-values de cession, n'est prise en compte pour la détermination du résultat imposable que si l'entreprise réalise une plus-value nette lors de la cession des titres de participation.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables concernés sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal pour déterminer les règles qui leur sont applicables.

Taux de la quote-part de frais et charges

Le taux de la quote-part de frais et charges afférente à la cession de titres de participation ou de titres assimilés relevant du régime du long terme est désormais de 12 %.

2.6.3 Non résidents fiscaux français

Les plus-values réalisées dans le cadre de l'Offre par les personnes physiques ou les personnes morales qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve que (i) ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe soumis à l'impôt en France et (ii) que la personne cédante n'ait à aucun moment détenu avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants, directement ou indirectement, plus de 25 % des droits dans les bénéfices sociaux de la Société dont les actions sont vendues à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession, étant précisé que le respect de cette condition est à apprécier compte tenu des conventions fiscales internationales applicables, et que (iii) le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du Code général des impôts. (articles 244 bis B et 244 bis C du CGI).

Les non-résidents français doivent également se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, ainsi, le cas échéant, qu'aux conventions fiscales visant à éviter les doubles impositions conclues entre la France et leur Etat de résidence.

Les actionnaires non résidents de France devront d'une manière générale s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier, tant en France que dans leur pays de résidence, auprès de leur conseiller fiscal habituel.

2.6.4 Autres actionnaires

Les actionnaires de GARDEIL participant à l'Offre soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables personnes physiques dont les opérations portant sur les valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, devront s'informer du régime fiscal s'appliquant à leur cas particulier auprès de leur conseil fiscal habituel.

2.6.5 Titres qui feront l'objet du Retrait Obligatoire

Le régime fiscal des plus-values réalisées à l'occasion du Retrait Obligatoire est identique à celui des plus-values qui sont réalisées dans le cadre de l'Offre. La plus-value est constatée le jour du transfert de propriété des titres.

2.7 MODALITÉS DE FINANCEMENT DE L'OFFRE ET FRAIS LIÉS A L'OPÉRATION

2.7.1 Financement de l'Offre

L'acquisition de la totalité des actions GARDEIL susceptibles d'être apportées à l'Offre représente sur la base du prix de l'Offre de 22,58 euros par action, un investissement d'un montant total maximum de 279 743,62 euros, hors frais divers et commissions, étant précisé que la totalité des actions GARDEIL apportées à l'Offre ou transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire seront acquises par l'Initiateur.

2.7.2 Frais liés à l'opération

Le montant global des frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire par l'Initiateur, y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ 200 000 euros (hors taxes).

2.8 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GARDEIL

Conformément aux dispositions statutaires, chacun des membres du Conseil d'administration de la Société doit détenir une action de la Société. Ces actions ne seront pas apportées à l'Offre afin de respecter ces dispositions statutaires.

2.9 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Ni UNICHIPS, ni GARDEIL ne sont parties à un accord ou n'ont connaissance d'un accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

3 ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

3.1 SYNTHÈSE – DÉTERMINATION DU PRIX DE L'OFFRE

Le prix de l'Offre s'établit à 22,58 euros par action BISCUITS GARDEIL.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ont été établis par l'Etablissement présentateur au moyen d'une approche multicritères reposant sur les méthodes usuelles (intrinsèques et comparatives) de valorisation.

Les éléments présentés ont été présentés sur la base d'informations publiques, d'informations transmises par la société BISCUITS GARDEIL ainsi que sa maison mère, le Groupe UNICHIPS, en particulier les informations financières prévisionnelles et confidentielles présentées dans le présent rapport et ses annexes.

L'Etablissement présentateur n'a procédé à aucune vérification des informations qui lui ont été transmises, n'a procédé à aucun audit des comptes présentés, ni des documents transmis.

Evolution du modèle économique de BISCUITS GARDEIL depuis la prise de contrôle du Groupe UNICHIPS en 1990

Une modification profonde du modèle économique de BISCUITS GARDEIL est intervenue depuis la prise de contrôle d'UNICHIPS en 1990.

En effet, BISCUITS GARDEIL était autrefois une entreprise familiale intégrée très rentable sur un marché en croissance, possédant plusieurs sites ainsi qu'une filiale de distribution en Allemagne.

Celle-ci possédait une part de marché de 15 % environ, les ventes progressaient de 11 % par an en moyenne.

La Société avait réalisé en 1988 un chiffre d'affaires de 94,5 MF (14,4 M€), un résultat d'exploitation de 15,6 MF (2,4 M€) et un résultat net de 9 MF (1,38 M€).

Les capitaux propres s'élevaient à 50,72 MF (7,7 M€), soit 104 F par action (16 € par action), la trésorerie à 20,5 MF (3,1 M€).

La Société employait 87 personnes et distribuait un dividende global de près de 2,95 MF (450.000 €) par an, offrant un rendement global de son titre supérieur à 3 % par an tous les ans.

Certes, ces performances économiques et financières sont très lointaines et du fait du délai écoulé, les conditions économiques et de marché ont été totalement bouleversées pour la Société et son secteur d'activité.

La stratégie avancée par UNICHIPS lors de cette prise de contrôle de la Société consistait à diversifier les activités de BISCUITS GARDEIL afin de réduire sa dépendance à l'égard de ses marchés traditionnels.

En particulier, cette diversification devait se traduire notamment par l'introduction de produits nouveaux, alors fabriqués par UNICHIPS dans le domaine des « snacks » (chips, extrudés,...).

Des contrats de service entre UNICHIPS et BISCUITS GARDEIL ont été mis en place (marketing, distribution, Recherche & Développement). Ces contrats donnent lieu à des management fees au profit de la maison mère.

Aujourd'hui, BISCUITS GARDEIL n'a désormais plus de clients de la distribution « en direct » et revend aux sociétés commerciales du Groupe UNICHIPS (Flodor, San Carlo, Interl) l'intégralité de sa production réalisée sur son site historique d'Astaffort, sans avoir la totale maîtrise de ses marges et de ses quantités.

Le Groupe UNICHIPS n'a pas introduit de produits nouveaux à faire fabriquer par BISCUITS GARDEIL, à l'exception de la gamme des cornets de glace et des coupes dessert.

Sur un plan commercial, les produits BISCUITS GARDEIL font désormais partie d'un « panier », c'est-à-dire d'un ensemble de produits de snacking sucrés/salés proposés et vendus par UNICHIPS en Europe aux clients finaux auxquels BISCUITS GARDEIL n'a plus d'accès direct.

Sa seule vocation est la fabrication, à meilleur coût, de produits cédés aux structures commerciales du Groupe UNICHIPS qui les revendent ensuite aux clients finaux.

Le management est désormais assuré par un Directeur Général, partagé entre les différentes structures françaises de production du Groupe UNICHIPS.

3.2 LES METHODES ECARTEES

Les méthodes suivantes, qui n'ont pas été jugées pertinentes pour apprécier le prix offert, sont présentées à titre indicatif :

i) L'actualisation des dividendes futurs

La méthode consiste à évaluer l'entreprise en fonction des sommes distribuées.

Elle n'a pas été retenue pour BISCUITS GARDEIL, la Société :

- n'ayant pas distribué de dividendes au cours des dix derniers exercices,
- n'a pas l'intention d'en distribuer au titre de l'exercice 2012,
- n'a pas l'intention d'en distribuer au titre des exercices futurs.

En conséquence, cette méthode d'évaluation n'a pas été retenue.

ii) Cours de bourse cible et objectif de cours

Depuis plusieurs années, le titre BISCUITS GARDEIL ne bénéficie plus d'aucun suivi en termes d'analyses financières, de recommandations boursières et de consensus de place.

Les raisons de cette désaffection des bureaux d'étude pour le titre BISCUITS GARDEIL sont nombreuses :

- très faible capitalisation boursière (toujours inférieure à 10 M€)
- flottant extrêmement étroit (15.000 titres depuis l'entrée au capital de la Financière de l'Echiquier)
- volumes limités, de l'ordre de quelques centaines de titres par jour,
- pas d'appels au marché, pas de remise de titres sur le marché, ce qui aurait permis d'élargir le flottant.

Pour toutes ces raisons, la méthode d'objectif de cours a également été écartée.

iii) Actualisation des cash flow disponibles

L'actualisation des cash flow disponibles consiste à déterminer les flux de liquidités disponibles dégagés par l'exploitation de l'activité de la société. La valeur de la société se définit alors comme la somme actualisée des cash-flow prévisionnels issus de l'exploitation et de la valeur résiduelle de la société au terme de l'horizon de prévisibilité de son plan de développement. Elle est ensuite diminuée du montant de la dette financière, nette de la trésorerie récurrente disponible. La valeur ainsi calculée correspond à une valeur financière intrinsèque des actifs d'exploitation de la société.

Le business plan établi conjointement par le Groupe UNICHIPS et la société BISCUITS GARDEIL jusqu'en 2015, fait apparaître des agrégats financiers tous largement négatifs (EBITDA, EBIT, RESULTAT NET) sur toute la période considérée (2013-2015) et nous ne disposons pas d'éléments permettant d'étayer des comptes prévisionnels au-delà de cette période.

Or, la méthode des cash flows disponibles suppose une continuité de l'exploitation avec un horizon de temps suffisamment long pour être mise en œuvre sans risque d'être dénaturée.

De ce fait, la Banque évaluatrice n'a pas jugé pertinent de prolonger le business plan qui lui a été présenté par le Groupe UNICHIPS et n'a donc pas été en mesure d'utiliser cette méthode pour valoriser l'entreprise.

1) Analyse du business plan présenté par le Groupe UNICHIPS

a. *Evolution du chiffre d'affaires*

En K€	2010	2011	2012	2013 (p)	2014 (p)	2015 (p)
Chiffre d'affaires net	3.185	3.018	2.944	3.180	3.283	3.389
Total produits d'exploitation	3.240	3.072	3.144	3.188	3.297	3.411

Pour la deuxième année consécutive, le chiffre d'affaires net de la Société a baissé (de 3,5 % en 2012), les produits d'exploitation marquant une légère progression due à la perception d'un produit de gestion exceptionnel de 200 K€.

La production de la Société sur les 12 derniers mois a connu l'évolution suivante :

- 16,83 % (en volume) par rapport à l'exercice 2011, passant de 1 139 tonnes à 947 tonnes ;
- 5,12 % (en valeur) par rapport à la même période de 2011 passant de 3 103 milliers d'euros à 2944 milliers d'euros.

Sur la durée du business plan présenté, le Groupe attend une croissance très faible du chiffre d'affaires (+ 2,5 % par an). Il s'agit toutefois d'un léger retournement de tendance que nous prenons en compte dans notre analyse.

b. Evolution de la marge globale

Soldes intermédiaires de gestion	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%
Chiffre d'affaires	2.943.564	100 %	3.179.829	100 %	3.282.887	100 %	3.389.287	100 %
Achats consommés	1.698.419	58 %	1.825.713	57 %	1.919.928	58 %	1.939.301	57 %
Marge globale	1.245.145	42 %	1.354.116	43 %	1.362.959	42 %	1.449.986	43 %

En dépit :

- de l'évolution du Marché et de l'activité (marché mature)
- de l'évolution des prix des matières premières (sucre, farine, œufs,...)
- de l'évolution des coûts des emballages (papier, carton, ...)

Le Groupe considère qu'il va contenir le montant de ses achats consommés, donc préserver sa marge globale autour de 43 % du chiffre d'affaires, objectif qui nous paraît certes atteignable mais qui se situe dans une hypothèse plutôt favorable du business plan.

c. Les charges externes

Il s'agit de charges classiques (locations, honoraires, personnel intérimaire) mais aussi de management fees payés à UNICHIPS pour ses prestations de gestion, marketing, comptabilité, etc (230 K€ en 2012).

En K€	2012	2013	2014	2015
Consommables, fluides	143	162	170	175
Services extérieurs	894	549	494	455
Total charges externes	1.040	710	664	630
% du CA	35 %	22 %	20 %	19 %

La baisse de 16 points proposée dans le business plan nous paraît très optimiste, voire très difficile à atteindre malgré les économies attendues par le retrait de la cote, sauf à ce que UNICHIPS renonce à tout ou partie de ses honoraires intra groupe, ce qui nous semble exclu.

d. *La valeur ajoutée*

En K€	2012	2013	2014	2015
Marge globale	1.245	1.354	1.363	1.450
Charges externes	1.040	710	664	630
Valeur ajoutée	204	644	698	820
% du CA	7 %	20 %	21 %	24 %

Le quadruplement mécanique de la valeur ajoutée de l'entreprise nous paraît hors d'atteinte dans la situation actuelle du marché (marché mature, pression sur les prix, quantités,...).

e. *Les frais de personnel*

En K€	2012	2013	2014	2015
Salaires bruts	661	667	674	681
Charges sociales	304	307	310	313
Total charges de personnel	905	974	984	994
% du CA	33 %	31 %	30 %	29 %

L'ensemble du personnel est désormais exclusivement dédié à la production des biscuits, celle-ci étant très automatisée, très organisée et bien gérée. Pour cette raison, nous considérons que la direction est en mesure de contenir les charges de personnel (+ 3 % par an sur la période), même si leur baisse en pourcentage du chiffre d'affaires nous paraît un peu optimiste dans la mesure où l'essentiel des gains de productivité ont été engrangés.

f. *Le seuil de rentabilité économique*

En K€	2013	2014	2015
Marge sur coût variable	1.354	1.363	1.450
Charges fixes	1.934	1.902	1.883

La marge sur coût variable prévue sur la période 2013/2015 (1,4 M€/an, soit 43 % environ du chiffre d'affaires, voir paragraphe b) ne permet pas de couvrir les charges fixes actuelles et prévisionnelles de l'entreprise (environ 1,9 M€/an).

Sur ces bases, il n'est pas prévu que BISCUITS GARDEIL atteigne son « point mort » au cours des trois prochaines années.

Enfin, dans l'hypothèse d'un maintien de marge sur coût variable oscillant autour de 43 %, BISCUITS GARDEIL devrait réaliser le chiffre d'affaires suivant afin de couvrir ses charges fixes, donc d'atteindre sont « point mort » :

En K€	2013	2014	2015
Marge sur coût variable	1.354	1.363	1.450
%	42,58 %	41,52 %	42,58 %
CA seuil de rentabilité/point mort	4.542	4.581	4.422

Le business plan présenté situe le chiffre d'affaires prévisionnel largement en-dessous du volume d'activité qui devrait permettre d'atteindre le point mort de la Société au cours des trois prochaines années.

g. Les indicateurs de rentabilité

Ces éléments sont présentés dans le tableau ci-dessous :

En K€	2011 (r)	2012 (e)	2013 (p)	2014 (p)	2015 (p)
Chiffre d'affaires net	3.018	2.944	3.180	3.283	3.389
Total produits d'exploitation	3.072	3.144	3.188	3.297	3.411
Total charges d'exploitation	3.488	3.897	3.667	3.726	3.723
EBITDA	-389	-669	-432	-382	-265
EBIT	-416	-753	-479	-429	-312
Produits financiers	408	234	240	247	255
Frais financiers	-95	-90	-93	-96	-99
Résultats exceptionnels	252	382	0	0	0
Impôts sur les bénéfices	-49	0	0	0	0
Résultat Net	+100	-227	-332	-278	-157

Il appelle les remarques suivantes :

► L'exercice 2011 est le dernier exercice bénéficiaire (en résultat net). Ce résultat positif est dû :

- d'une part à la perception de produits financiers très importants (408 K€) dont 282 K€ générés par l'intérêt du prêt consenti à UNICHIPS INTERNATIONAL BV (taux 2,937 %)
- d'autre part à la perception de produits exceptionnels pour un montant global de 252 K€ (dont 100 K€ pour le litige Carrefour)

► L'exercice 2012 déficitaire, enregistre :

- d'une part des produits sur actifs financiers (prêts consentis) pour 232 K€ (sur 234 K€ au total)
- d'autre part, un produit exceptionnel de 305 K€ du à un dégrèvement fiscal

► Les exercices 2013/2015 :

Ils affichent – en dépit de quelques hypothèses qui nous paraissent très optimistes – des indicateurs de résultats (EBITDA, EBIT, RESULTAT NET) tous largement négatifs.

Ces prévisions ont été réalisées dans une hypothèse de continuité de l'exploitation avec le même modèle économique, l'entreprise étant toujours intégrée au Groupe UNICHIPS.

De ce fait, il a été pris en compte pendant la durée de ce business plan (outre les éléments d'exploitation analysés ci-dessus) :

- le versement du management fee pendant la période considérée
- la perception de produits financiers du prêt à UNICHIPS de 250 K€/an (la société UNICHIPS INTERNATIONAL BV étant toujours en mesure d'honorer ses engagements financiers)
- des dotations aux amortissements faibles et fixes (46 K€/an) indiquant que le Groupe n'a plus l'intention d'investir dans BISCUITS GARDEIL à horizon du business plan.

Les différentes simulations de ce business plan qui ont été tentées (réduction des management fees, réintégration de certaines fonctions, nouvel effort de productivité, appel à la sous-traitance, etc ...) conduisent toutes, en l'état actuel de la situation, à un business plan affichant des agrégats financiers négatifs sur la période.

h. L'analyse des bilans du business plan

► Le bilan 2012

Il est extrêmement atypique pour une société industrielle et commerciale.
On notera :

A l'actif (17.750 K€)

- des immobilisations incorporelles et corporelles presque totalement amorties
- des immobilisations financières pour 15.480 € (87,21 % du total de bilan) : il s'agit des prêts consentis à :

• Unichips International BV	:	10.042 K€	Pays-Bas
• San Carlo Europe	:	3.790 K€	Italie
• San Carlo Alimentare	:	220 K€	Italie
• Biscuits Babin	:	922 K€	France
• SA Painsol	:	506 K€	France
• Total	:	15.480 K€	

Ces prêts font l'objet de conventions (et régulièrement d'avenants) permettant de reporter le remboursement de l'échéance au 31 décembre 2013 en l'état actuel de la situation. L'intérêt est au taux Euribor 12 mois +1 %. Les prêts font l'objet d'une lettre de confort de la part d'UNICHIPS (voir annexe 6).

Ces conventions de prêt entre les sociétés s'explique par la volonté de la direction du Groupe de respecter la législation sur les délais de paiement et par conséquent de considérer que tous les mouvements financiers et commerciaux non réglés dans les 60 jours, feraient l'objet d'une qualification de « prêt » (donc reclassés en haut de bilan) et l'objet d'une rémunération en conséquence.

- L'actif circulant pour 1.919 K€ n'appelle pas de remarque. Les valeurs mobilières de placement sont exclusivement composées des titres BISCUITS GARDEIL auto détenus soit : 3.740 actions détenues pour une valeur de 131.997 € (35,29 € par action) et valorisées 14,41 € par action, soit une valeur totale nette de 53.893 € au 31/12/2012.

Au passif

- Des fonds propres comptables pour 9.652 K€
- Des dettes essentiellement composées de prêts consentis par certaines sociétés du Groupe UNICHIPS à BISCUITS GARDEIL pour 6.863 K€. Les conditions de ces prêts (dettes) sont exactement les mêmes que les conditions consenties par BISCUITS GARDEIL aux sociétés du Groupe (voir ci-dessus)

Les prêts consentis à BISCUITS GARDEIL se répartissent de la façon suivante :

• SAS Flodor	:	1.435 K€	France
• San Carlo Snacks	:	75 K€	Italie
• Unichips Italia	:	6 K€	Italie
• Unichips Finanziaria	:	1.341 K€	Italie
• San Carlo FG Europe	:	2.771 K€	Italie
• Interlat France	:	522 K€	France
• Soprex	:	713 K€	France
Total	:	6.863 K€	

Enfin, la Société accumulant les déficits, les capitaux propres comptables se dégradent logiquement pendant la période 2012-2015 :

2011	2012	2013	2014	2015
9.879 K€	9.652 K€	9.319 K€	9.040 K€	8.884 K€

En conclusion, la méthode des cash flows disponibles suppose également une continuité de l'exploitation avec un horizon de temps suffisamment long pour être mise en œuvre sans risque d'être dénaturée, or nous ne disposons pas d'éléments permettant d'étayer des comptes prévisionnels au-delà de la période considérée.

De ce fait, la Banque évaluatrice n'a pas jugé pertinent de prolonger le business plan qui lui a été présenté par le Groupe UNICHIPS.

L'actualisation des cash flows négatifs chaque année ne permet pas de valoriser l'entreprise (donc de ses fonds propres) par cette méthode.

En conséquence, cette méthode d'évaluation est écartée.

iv) Les transactions comparables

La méthode d'évaluation par l'analyse des transactions consiste à appliquer aux agrégats financiers de BISCUITS GARDEIL, les multiples observés sur un échantillon de transactions récentes et comparables.

La difficulté de cette méthode réside à la fois dans le choix des transactions retenues comme base de référence mais surtout de la difficulté à recueillir des informations financières exhaustives concernant ces transactions, afin de les rendre exploitables.

D'autre part, ces multiples incluent généralement une prime pour prise de contrôle de la société. Cette méthode n'est donc pas pertinente dans le cadre de cette opération qui n'induit pas de changement de contrôle de la Société.

A notre connaissance, quelques transactions récentes ont été identifiées dans le domaine du biscuit, mais les sociétés concernées n'apparaissent pas comparables à BISCUITS GARDEIL, en raison de leurs activités plus diversifiées, de leur taille et de leur structure financière :

- En mars 2013, le fabricant de biscuits pour la Grande distribution, Biscuits Bouvard (CA : 170 M€, 7 sites de production et près de 900 salariés), vient d'accueillir à son capital les fonds Siparex et Unigrains. Les modalités de l'opération n'ont pas été communiquées.
- En décembre 2012, le géant des produits laitiers Senoble Holding a pris le contrôle, pour un montant tenu secret, de La Charlotte, société spécialisée dans la fabrication de glaces et d'entremets glacés et dans les pâtisseries surgelées. La Charlotte a réalisé en 2011 un chiffre d'affaires de 29 M€ et emploie près de 230 personnes.
- En mai 2012, l'industriel de l'agroalimentaire rennais Galapagos (138 M€ de CA, 630 personnes) a pris auprès de LFPI Gestion 100 % du capital du biscuitier Traou Mad (16,5 M€ de CA, 100 personnes), spécialiste des galettes et des crêpes dentelles mais aussi des biscuits salés.

Le montant de la vente n'a pas été communiqué.

- En juillet 2012, la société Délices du Palais, propriété du néerlandais Smilde Bakery, en redressement judiciaire depuis avril 2012, a bénéficié de la reprise de ses deux usines par des acquéreurs différents. D'une part, il a enregistré le rachat par Européenne des Desserts de son site de Renaison qui totalisait 20 M€ de ventes et d'autre part le rachat par Hafner Entreprises de son unité de production de Septeuil. Ce pâtissier industriel a déboursé un peu plus de 2 M€ pour reprendre cette usine, les stocks et financer les nouveaux investissements.
- En décembre 2011, la société Boncolac, filiale de la coopérative 3A, a pris une participation majoritaire au capital de Générale Pâtissière (9,2 M€ de CA avec un résultat net de 0,24 M€, 50 personnes), un fabricant de pâtisseries surgelées.

Les modalités de la transaction n'ont pas été révélées.

Nous n'avons donc pas eu à ce jour connaissance de l'existence de transactions comparables récentes, qui auraient été réalisées au cours des douze derniers mois, pour lesquelles un prix d'acquisition aurait été dévoilé.

En raison de son manque de pertinence, cette méthode d'évaluation est écartée.

v) Les comparables boursiers

La méthode d'évaluation par les comparables boursiers consiste à appliquer aux agrégats financiers significatifs de BISCUITS GARDEIL, les multiples de valorisation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables, notamment en termes de secteur, de croissance, de marge et de taille.

Compte tenu de la taille de BISCUITS GARDEIL et de son modèle économique, l'échantillon de sociétés comparables devrait être composé exclusivement de valeurs moyennes du secteur. Or les principales sociétés cotées intervenant dans le secteur du biscuit et de la pâtisserie industrielle sont des sociétés d'une taille très supérieure et très diversifiées, ce qui leur confère des caractéristiques très différentes de BISCUITS GARDEIL.

Les sociétés cotées qui auraient été les plus comparables à BISCUITS GARDEIL sont :

- BROSSARD : cette société réalise une partie significative de son activité dans les biscuits mais n'est plus cotée sur NYSE Euronext Paris depuis son retrait de cote initié par JACQUETS SA en juillet 2011. Lors de ce retrait, cette société réalisait un chiffre d'affaires de 66,5 M€ avec un EBITDA de 6,9 M€ et un EBIT de 5,5 M€ pour une valeur globale d'entreprise de 82 M€.
- LOTUS BAKERY, société cotée sur NYSE Euronext Bruxelles (capitalisation boursière de 500 M€) spécialisée dans la fabrication de produits de boulangerie (spéculoos, gaufres et galettes, spécialités de pâtisserie, pain d'épices). Cette société réalise en 2012 un chiffre d'affaires proche de 300 M€ avec un résultat opérationnel de 35 M€ et un résultat net proche de 26 M€. Cette société a la caractéristique d'être extrêmement rentable et de manière récurrente.

Par conséquent, nous avons décidé au regard de ces éléments de ne pas retenir cette méthode d'évaluation peu appropriée à l'évaluation de BISCUITS GARDEIL.

3.3 LES METHODES RETENUES

Pour apprécier le prix d'Offre, les méthodes suivantes ont été retenues :

- i) Analyse du cours de bourse de GARDEIL : la société étant cotée, c'est une analyse pertinente dans le cadre de l'appréciation du prix de l'Offre même si le titre est peu liquide ;
- ii) Transaction récente et significative sur le capital de la société : l'acquisition de 5,6925 % du capital de GARDEIL le 17 janvier 2013 par l'Initiateur est une transaction de référence ;
- iii) Valorisation de l'Entreprise et des fonds propres par la méthode du multiple de chiffre d'affaires ;
- iv) L'actif net comptable ;
- v) L'actif net réévalué : analyse de la valeur des capitaux propres par action et des éléments susceptibles d'impacter cette valeur

i. Le cours de bourse

Cette méthode d'évaluation repose sur la comparaison du prix d'offre avec le cours de clôture de la séance du 18 janvier 2013 précédant l'annonce de l'opération, et les cours moyens pondérés de BISCUITS GARDEIL au cours du mois précédent, des trois derniers, des six derniers et des douze derniers mois.

Les actions BISCUITS GARDEIL sont cotées sur NYSE Euronext Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR0000065435. Le titre a été introduit en octobre 1985 sur le Second Marché de la bourse de Bordeaux.

Durant l'année 1988, le cours de l'action a connu un plus haut de 286 F (43,60 €) et un plus bas de 180 F (27,44 €).

En 1990, UNICHIPS lance une Offre publique d'achat sur les titres GARDEIL au prix de 292 F par action (44,51 €) et acquiert à cette occasion le contrôle de la Société suite à la promesse de vente irrévocable consentie par la Famille Gardeil au Groupe UNICHIPS.

A l'issue de cette opération, UNICHIPS détenait plus de 90 % du capital de la Société.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés de BISCUITS GARDEIL depuis 1995 jusqu'au cours de la veille de la suspension du 18 janvier 2013, soit 14,70 €.

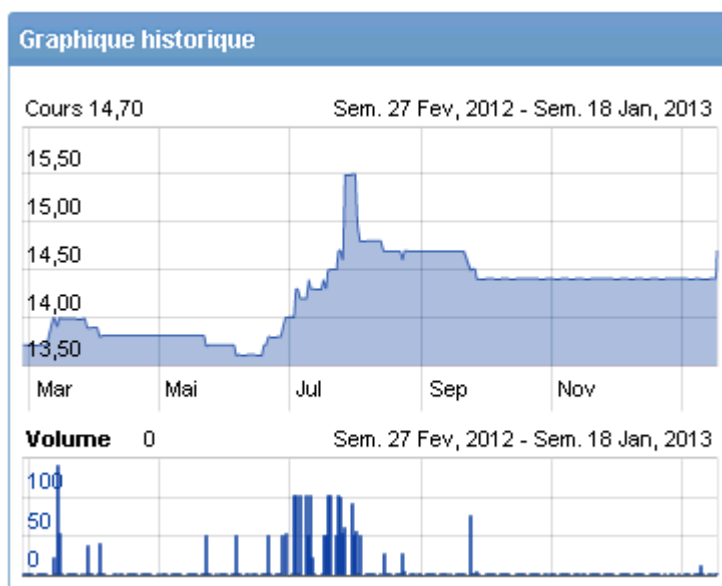


(Source Market Map, février 2013)

L'analyse du cours de bourse constitue une référence incontournable et importante pour les actionnaires minoritaires.

Sa portée est toutefois limitée dans la mesure où la liquidité du titre est étroite (notamment depuis l'OPA réalisée en 1990) et la Société peu suivie. Au regard des éléments ci-après (baisse très significative des volumes, absence de couverture par les analystes financiers), la pertinence du marché depuis l'entrée d'UNICHIPS nous paraît limitée.

Sur les 12 derniers mois, le cours de BISCUITS GARDEIL est passé de 13,50 € à 14,70 €. L'évolution du cours de bourse ainsi que des volumes depuis cette date sont les suivants :



Ci-après, les variations du cours de bourse avec les plus hauts et plus bas enregistrés ainsi que les volumes moyens du titre BISCUITS GARDEIL.

Les variations

	1 semaine	1 mois	1er janvier	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Variation	-%	-%	2,01%	7,22%	5,00%	-7,31%	145,00%
Plus haut	-	-	14,70	15,71	15,71	15,86	20,90
Plus bas	-	-	14,40	13,60	13,41	13,41	4,28
Volume moyen	-	-	9	11	29	21	33

(Source Market Map, février 2013)

Les cours moyens sur les 12 derniers mois sont les suivants :

	Plus bas	Plus haut	Cours pondérés des volumes	Moyenne quotidienne des capitaux échangés
Cours de clôture				
(18/01/2013) : 14,70 €				
Sur 1 mois	14,40 €	14,70 €	14,63 €	89,87 €
Sur 3 mois	14,40 €	14,70 €	14,57 €	39,17 €
Sur 6 mois	14,30 €	15,50 €	14,74 €	138,37 €
Sur 12 mois	13,60 €	15,50 €	14,36 €	145,48 €

Cours moyen et performance calculés sur les cours pondérés par les volumes échangés
(Source NYSE Euronext Paris)

A titre indicatif, le prix de 22,58 € proposé pour l'Offre fait ressortir une prime de 53,6 % par rapport au dernier cours coté de BISCUITS GARDEIL et une prime de 57,2 % par rapport à la moyenne du cours de bourse pondéré des volumes sur les 12 derniers mois.

ii. Transaction récente et significative sur le capital de la société

Le 17 janvier 2013, L'Initiateur, dans le cadre d'une transaction hors marché, a acquis auprès d'un actionnaire spécialisé dans la gestion d'actifs, un bloc de 27 280 titres représentant 5,69% du capital de la société BISCUITS GARDEIL au prix unitaire de 13,50 €.

L'acquisition de ce bloc a eu un impact très important sur la vie boursière de BISCUITS GARDEIL et sur la stratégie financière d'UNICHIPS sur sa filiale cotée :

- Il a permis à UNICHIPS d'acquérir une quantité de titres représentant plus de 60 % des titres flottants et quasi flottants ne lui appartenant pas,
- Il a permis à UNICHIPS de franchir le seuil de 95 % du capital et des droits de vote de BISCUITS GARDEIL nécessaire au dépôt d'une offre publique de retrait avec retrait obligatoire.

Le prix de 22,58 € proposé pour l'Offre consécutive à cette transaction représente donc une prime de 67,2 % sur le prix de rachat auprès de cet actionnaire.

iii. Valorisation de l'Entreprise et des fonds propres par la méthode du multiple de chiffre d'affaires

Les agrégats classiques de rentabilité (EBITDA, EBIT, RESULTAT NET) de BISCUITS GARDEIL étant tous négatifs, seule la méthode faisant appel au chiffre d'affaires a pu être mise en œuvre.

Bien qu'il n'existe pas de société cotée directement comparable à BISCUITS GARDEIL, il existe toutefois un secteur agro alimentaire présentant des multiples de chiffre d'affaires relativement homogènes.

Société	VE/CA 2012
Bonduelle	0,6
Fleury Michon	0,4
Ldc	0,2
Tipiak	0,4
Multiple moyen	0,4

Afin de tenir compte de la légère progression du chiffre d'affaires proposée dans le business plan, nous retiendrons le chiffre d'affaires moyen 2013/2014/2015 de BISCUITS GARDEIL, soit 3.284 M€.

Sur ces bases, la valorisation est la suivante :

► Valeur d'Entreprise par le multiple du CA : $0,4 \times 3.284 \text{ M€} = 1.313 \text{ M€}$ (1)

Passifs financiers

- Dettes financières	: 6.862 M€
- Provisions pour charges	: 72 M€
- Emprunts bancaires	: 74 M€
- Retraitement du crédit bail	: 75 M€
	7.083 M€

Actifs financiers

- Prêts consentis	: - 15.481 M€
► Endettement net	: - 8.398 M€ (2)
► Valeur des fonds propres (1) - (2)	: + 9.711 M€

Valeur par action : 20,38 €

Le prix de 22,58 € proposé pour l'Offre représente donc une prime de 10,8 % sur la valeur de l'action issue de la méthode du multiple de chiffre d'affaires.

iv. Actif net comptable

Au 31 décembre 2012, l'actif net comptable de BISCUITS GARDEIL s'élevait à 9.652 K€, soit 20,26 € par action, après prise en compte du résultat net dégagé au titre de l'exercice 2012 (perte de 227 K€) et sur la base de 476.450 actions.

Il convient d'observer l'évolution de l'actif net comptable depuis quatre ans :

	2009	2010	2011	2012
Actif net comptable (€)	9.715.963	9.778.999	9.879.113	9.652.000
Nombre d'actions	480.190	480.190	480.190	476.450
Actif net comptable par action	20,23 €	20,36 €	20,57 €	20,26 €

On notera la stabilité de l'Actif net comptable, donc de l'Actif net par action au cours des quatre dernières années.

Ce critère est fondé sur des éléments tangibles et constitue donc pour nous un premier élément pertinent dans la valorisation de BISCUITS GARDEIL.

v. Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consiste à rétablir à leur valeur de marché les différents éléments d'actifs et passifs inscrits au bilan de la Société évaluée en tenant compte, d'une part, de la présence ou non de plus values latentes sur des actifs, d'autre part, de l'existence de passifs latents ou d'actifs à rentabilité faible ou nulle.

Dans le cas de BISCUITS GARDEIL, cette méthode s'avère pertinente dans la mesure où la société est détentrice d'actifs fonciers, immobiliers et financiers importants.

Les deux éléments susceptibles d'être réévalués sont le terrain d'une part et l'usine (bâtiment et installations industrielles) d'autre part.

1) Terrain

La Société est propriétaire d'un terrain de 40.000 m² en zone agricole et péri urbaine à Astaffort (Lot et Garonne).

Il est porté à l'actif du bilan pour une valeur brute de 350,4 K€. Les amortissements s'élèvent à 244,5 K€ et sa valeur nette à 106 K€.

La consultation de différents sites immobiliers (terrain-construction.com, immobiliernotaires.fr) font état de nombreux terrains à vendre dans la région d'Astaffort.

Les petits terrains (1.000-3.000 m²) se vendent entre 15 € et 30 € le m², les grands terrains se situent autour de 5 € à 10 € le m².

Dans la mesure où nous considérons que le terrain peut être morcelé ou découpé en parcelles plus facilement vendables, nous retiendrons le prix bas de fourchette des terrains actuellement proposés sur la commune, soit 15 € le m².

Sur cette base, l'estimation est la suivante :

- Valeur estimée au 31/12/2012	:	600 K€
- Valeur résiduelle au 31/12/2012	:	106 K€
- Plus value brute	:	+494 K€
- Plus value nette	:	+326 K€

2) Bâtiment, Machines, Installations et matériel

La Société est propriétaire d'un bâtiment principal de 7.800 m2 et d'un bâtiment technique annexe de 800 m2.

Nous avons souhaité présenter l'ensemble de l'outil industriel (bâtiments et installations) dans la mesure où, tel qu'il est organisé désormais, il nous paraît composé d'éléments indissociables :

- Valeur brute de l'ensemble	:	12.155 K€
- Amortissements et dépréciations	:	11.975 K€
- Valeur nette de l'ensemble	:	180 K€

La valorisation d'une usine est extrêmement difficile dans la mesure où celle-ci dépend de très nombreux facteurs endogènes (taille, localisation, adaptabilité, date de construction,...) mais aussi exogènes (secteur en surcapacité, marché mature, ...).

Concernant l'usine de BISCUITS GARDEIL, ses caractéristiques propres font, qu'à notre sens, il s'agit d'un actif peu « adaptable » qui ne peut être valorisé que par un repreneur qui serait un concurrent direct, lequel aurait intérêt à reprendre un site qui fonctionne parfaitement, plutôt que de reconstruire à neuf une nouvelle usine de biscuits (rapport de valeur de 1 à 4/5).

En résumé, cet ensemble industriel n'a de véritable valeur que s'il fonctionne, que s'il génère du chiffre d'affaires et idéalement de la marge :

- Valeur de liquidation, sans activité	:	200 à 300 K€
- Valeur de reconstruction à neuf (contrat Axa 01/01/2013, y compris le terrain)	:	5.805 K€
- Valeur estimative de l'usine et des installations (200 €/m2 soit pour 8.600 m2)	:	1.700 K€
- Valeur après décote de 20 %	:	1.360 K€
- Valeur résiduelle nette	:	180 K€
- Plus value brute	:	1.180 K€
- Plus value nette	:	780 K€

L'actif net réévalué de BISCUITS GARDEIL se décompose de la façon suivante :

En K€	Valeur retenue
Actif net comptable au 31/12/2012	9.652
Plus value nette sur le terrain	+ 326
Plus value nette sur l'usine et les installations	+ 780
Actif net réévalué	10.758
Nombre d'actions (480.190 - 3.740), soit 476.450	476.450
Valeur par action en €	22,58 €

3.4 TABLEAU RECAPITULATIF DES METHODES D'EVALUATION ET PRIX D'OFFRE

Méthode	Valorisation GARDEIL pour 100 % du capital (en M€)	Valorisation par action (en €)	Prime/Décote induite par l'Offre
Actualisation des dividendes futurs	Ecartée	Ecartée	-
Transactions comparables	Ecartée	Ecartée	-
Actualisation des cash flow disponibles	Ecartée	Ecartée	-
Comparables boursiers	Ecartée	Ecartée	-
Dernier cours de bourse	7.003 M€	14,70 €	+ 53,6 %
Moyenne du cours de bourse pondéré des volumes sur les 12 derniers mois	6.841 M€	14,36 €	+ 57,2 %
Transaction récente et significative	6.432 M€	13,50 €	+ 67,2 %
Multiple de chiffre d'affaires	9.710 M€	20,38 €	+ 10,8 %
Actif net comptable au 31/12/2012	9.652 M€	20,26 €	+ 11,4 %
Actif net réévalué	10.758 M€	22,58 €	-

Dans la recherche d'une valorisation finale de BISCUITS GARDEIL, il a été prioritairement tenu compte du caractère expropriatoire de la procédure de Retrait Obligatoire. Par conséquent, la méthode de l'Actif net réévalué a été retenue, soit 22,58 € par action.

Ce prix de 22,58 € par action se compare favorablement aux différents résultats obtenus et représente une prime de :

- + 53,6 % par rapport au dernier cours de bourse
- + 57,2 % par rapport à la moyenne du cours de bourse pondéré des volumes sur les 12 derniers mois
- + 67,2 % par rapport à la dernière transaction récente et significative sur le capital de BISCUITS GARDEIL
- + 10,8 % par rapport à la méthode du multiple de chiffre d'affaires
- + 11,4 % par rapport à l'Actif net comptable



Salustro & Associés

4 RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE

BISCUITS GARDEIL SA

Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire
initiée par UNICHIPS INTERNATIONAL BV visant
les actions
de BISCUITS GARDEIL SA

Attestation d'équité

Dans la perspective de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, « l'Offre », initiée par UNICHIPS INTERNATIONAL BV (l'Initiateur) sur les titres de BISCUITS GARDEIL SA (la Société) qu'elle ne détient pas, SALUSTRO & ASSOCIES a été chargé, en qualité d'expert indépendant, aux termes de la lettre de mission en date du 14 janvier 2013, de se prononcer sur le caractère équitable pour les actionnaires minoritaires du prix de l'Offre de 22,58€ par action BISCUITS GARDEIL SA, dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire.

Cette désignation et le présent rapport s'inscrivent dans le cadre des articles 261-1.I, 261.1.II, 261.3 et 237-16 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Il est précisé que la présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I du Règlement Général de l'AMF.

INDEPENDANCE

SALUSTRO & ASSOCIES est indépendant des sociétés BISCUITS GARDEIL SA et UNICHIPS INTERNATIONAL BV, et plus généralement de l'ensemble du groupe UNICHIPS parties prenantes à l'Offre, de leurs actionnaires, ainsi que de la BANQUE DELUBAC & COMPAGNIE, établissement présentateur de l'Offre :

- il n'a aucun lien juridique ou financier avec BISCUITS GARDEIL SA et UNICHIPS INTERNATIONAL BV ;
- il ne se trouve dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006.

Conformément à l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de SALUSTRO & ASSOCIES avec les personnes concernées par l'Offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans l'exercice de cette mission.

La présentation de SALUSTRO & ASSOCIES figure en annexe 1.

DILIGENCES REALISEES

Le détail de nos travaux figure en annexe 7 et leur calendrier en annexe 8. Leur rémunération est précisée en annexe 9.

Les diligences effectuées ont principalement consisté en :

- un examen du contexte et des sociétés participant à l'opération envisagée,
- une analyse de la structuration de l'Offre sur la base du document de présentation de l'Offre établi par UNICHIPS INTERNATIONAL BV et d'entretiens avec les représentants de BISCUITS GARDEIL SA et d'UNICHIPS INTERNATIONAL BV et leurs conseils (détails en annexe 5),
- la mise en œuvre d'une approche de valorisation multicritère. Au-delà de l'analyse du cours de bourse de BISCUITS GARDEIL SA, a été prise en considération la méthode de l'actif net réévalué, recoupée avec une évaluation élaborée sur la base d'un échantillon de sociétés dites comparables. Enfin, le rachat récent des titres de BISCUITS GARDEIL SA anciennement détenus par la FINANCIERE DE L'ECHIQUIER a été retenue à titre de référence récente,
- une analyse critique de l'évaluation présentée par la société initiatrice et la banque présentatrice,
- la rédaction d'un rapport exposant notre opinion sur le caractère équitable du prix offert.

AFFIRMATIONS OBTENUES DE BISCUITS GARDEIL SA

Nous avons obtenu une lettre d'affirmation des dirigeants de BISCUITS GARDEIL SA, confirmant les éléments et informations essentiels à l'accomplissement de notre mission.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons ni audité ni revu les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

1. Présentation de l'opération

1.1. Sociétés concernées par l'opération

Cible

La société **BISCUITS GARDEIL SA** a été fondée à la fin du 19^{ème} siècle et a pris son véritable essor au milieu des années 60. Elle produit principalement 3 catégories d'articles : les boudoirs, les Mousse d'Or (biscuits aux œufs) et des cornets à glace.

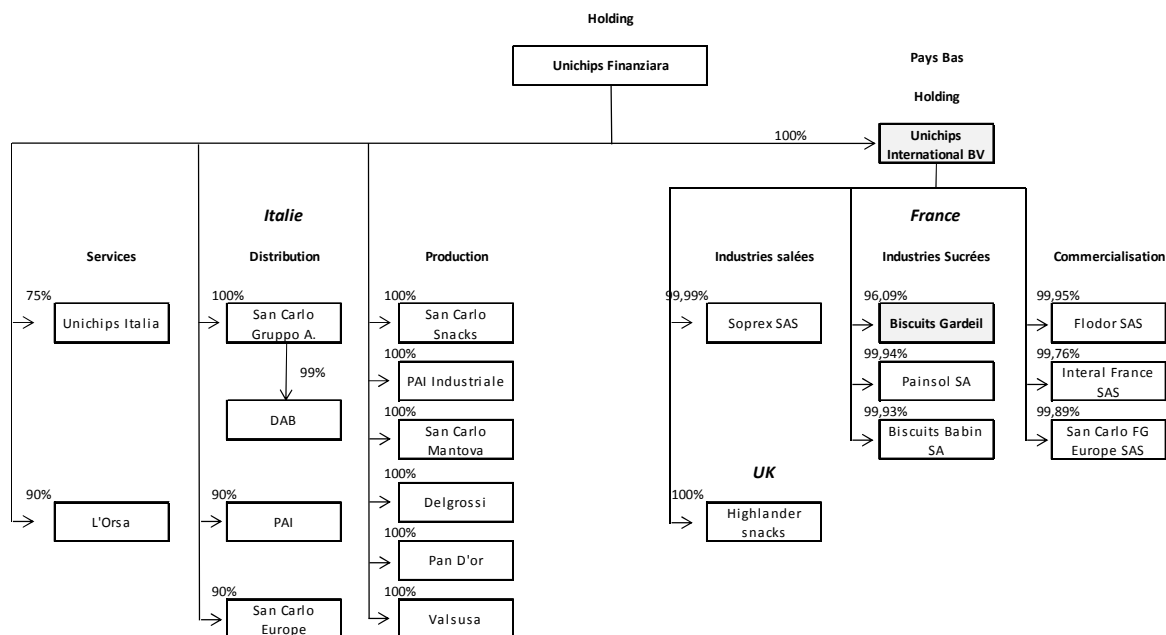
Elle a été introduite en bourse en 1985 avant d'être reprise par le groupe Unichips en 1990, par voie d'OPA.

Les titres de la société BISCUITS GARDEIL SA sont admis aux négociations sur le marché réglementé NYSE Euronext Paris, compartiment C.

Son agrément pour les normes IFS « International Food Standards » est en cours d'obtention.

Initiatrice

La société **UNICHIPS INTERNATIONAL BV**, de droit néerlandais, est la société holding qui détient l'ensemble des participations non italiennes du groupe. Elle est elle-même détenue à 100% par UNICHIPS FINANZIARA, al holding familiale du groupe. L'organigramme juridique du groupe se présente comme suit :



1.2. Contexte et termes de l'opération

La société BISCUITS GARDEIL SA appartient au groupe Italien UNICHIPS spécialisé dans la confection et la distribution de biscuits apéritifs salés.

Suite au rachat, hors marché, du bloc minoritaire détenu par la FINANCIERE DE L'ECHQUIER, UNICHIPS INTERNATIONAL BV détient 461 415 actions BISCUITS GARDEIL SA, soit 96,09% du capital. Aux termes d'une convention signée entre ECHQUIER QUATUOR, fonds commun de placement dont la société de gestion est FINANCIERE DE L'ECHQUIER, et UNICHIPS INTERNATIONAL BV fin 2012, cette dernière s'est engagée à racheter les 27 280 titres détenus par ECHQUIER QUATUOR au prix unitaire de 13,50 €.

Le tableau ci-dessous détaille la répartition du capital et des droits de vote après cession des titres détenus par la Financière de l'Echiquier :

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital	droits de vote	% des droits de vote
UNICHIPS INTERNATIONAL BV *	461 415	96,09%	461 423	97,38%
Personnes physiques **	25	0,01%	49	0,01%
Auto-détention	3 740	0,78%	-	0,00%
Contrat de liquidité	2 642	0,55%	-	0,00%
Public	12 368	2,58%	12 368	2,61%
Total	480 190	100,00%	473 840	100,00%

* dont 8 titres au nominatif pur, le reste au porteur et dont 8 droits de vote doubles

** titres au nominatif pur et dont 24 droits de vote doubles

Dans ce contexte, la société BISCUITS GARDEIL SA souhaite réaliser une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire

2. Présentation de l'activité de BISCUITS GARDEIL SA

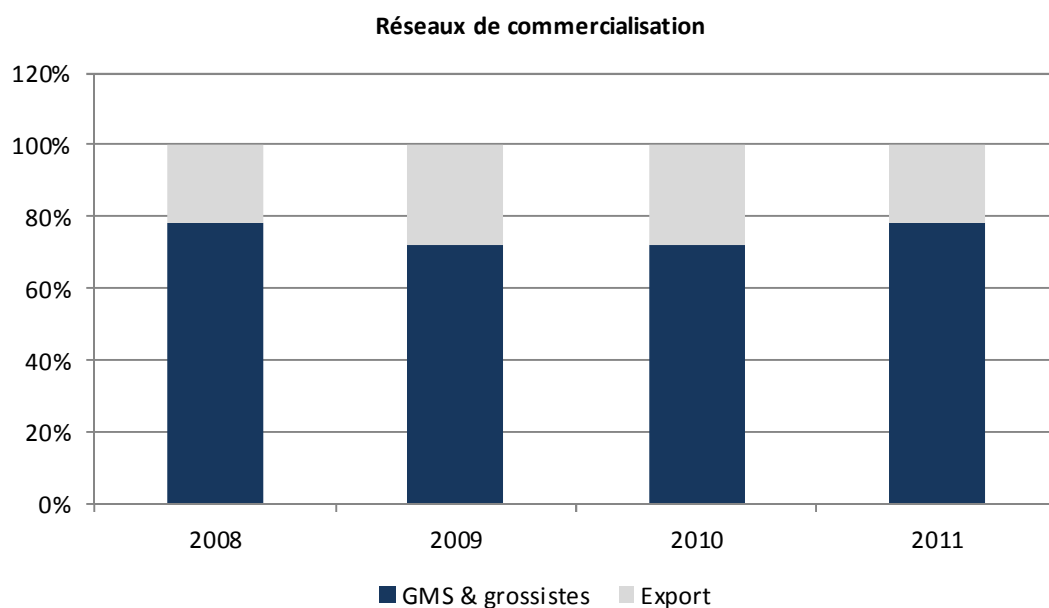
2.1. Métier et organisation de BISCUITS GARDEIL SA

La société produit des biscuits à base d'œufs – Mousse d'Or et Boudoirs - et des cornets à glace.

Elle est entièrement intégrée dans le Groupe italien UNICHIPS qui assure l'ensemble des fonctions autres que la production : commercialisation, distribution, fonctions support, etc. La société BISCUITS GARDEIL SA est aujourd'hui une unité de production dédiée aux biscuits à base d'œufs et cornets de glace.

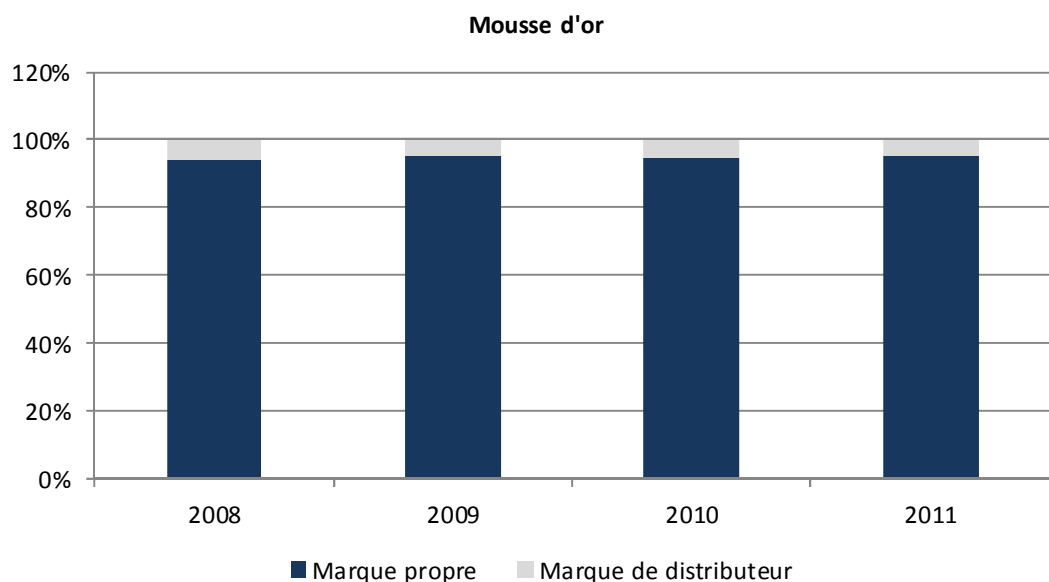
2.2. Mode de distribution

La société BISCUITS GARDEIL SA ne commercialise pas directement ses produits. Ces derniers sont vendus aux sociétés de commercialisation du Groupe UNICHIPS en France (FLODOR, essentiellement) qui en assure ensuite la distribution auprès de la GMS et des grossistes. Le graphique ci-dessous détaille l'évolution de la répartition des ventes selon les différents canaux de distribution :

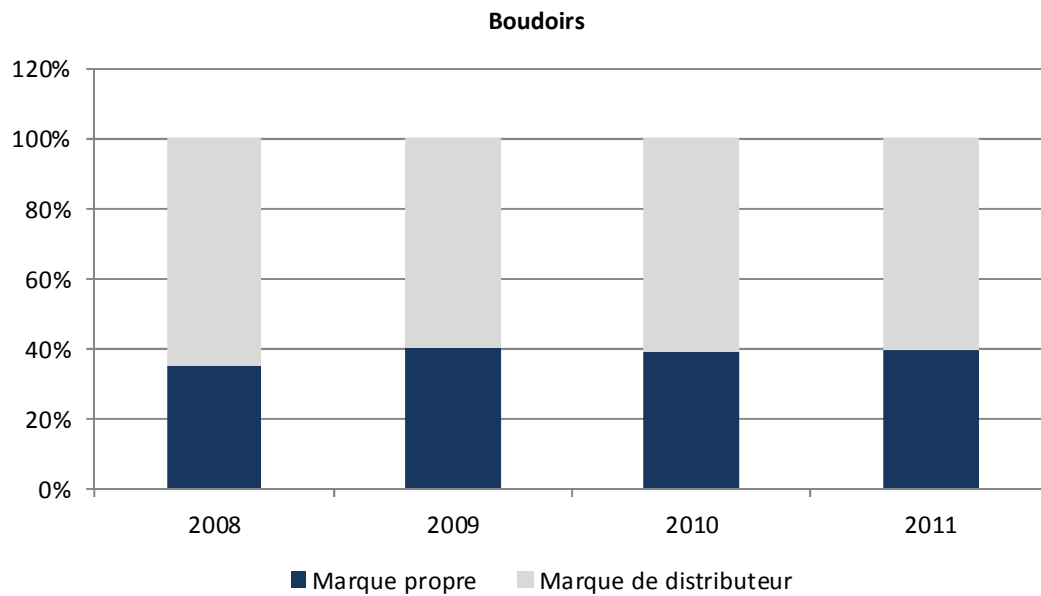


Source : rapports annuels BISCUITS GARDEIL SA

Les produits de BISCUITS GARDEIL SA sont commercialisés sous marque propre ou sous marque de distributeur. Les graphiques ci-dessous illustrent l'évolution de la répartition entre marque propre et marque de distributeur pour les biscuits aux œufs, les cornets étant exclusivement commercialisés sous marque propre :



Source : rapports annuels BISCUITS GARDEIL SA



Source : rapports annuels BISCUITS GARDEIL SA

2.3. Référentiel comptable et principales options retenues

La Société BISCUITS GARDEIL SA est cotée sur un marché régulé et publie annuellement ses comptes. Elle utilise le référentiel français et ne produit pas de comptes consolidés, n'ayant aucune filiale.

Le chiffre d'affaires est reconnu par BISCUITS GARDEIL SA au moment où les produits quittent la ligne de production. La société produit à la commande.

BISCUITS GARDEIL SA clôture ses comptes au 31 décembre.

Les comptes de BISCUITS GARDEIL SA ici présentés concernent les périodes 01.01.N / 31.12.N.

Les éléments détaillés ci-dessous présentent les principales tendances de l'activité de la société et n'ont pas vocation à remplacer une lecture détaillée des comptes.

2.4. Comptes de résultat historiques

En K€	2010	2011	2012	Var. 2010 / 2011		Var. 2011 / 2012	
Chiffre d'affaires net	3 185	3 019	2 944	-167	-5,2%	-75	-2%
Total produits d'exploitation	3 241	3 072	3 145	-168	-5%	73	2%
Achats de Marchandises	-9	-13	-15	-4	42%	-2	17%
Variation de stocks				0	na	0	na
Achats de Matières premières	-1 491	-1 602	-1 784	-111	7%	-181	11%
Variation de stocks	0	-12	101	-12	-3100%	113	-939%
Autres achats et charges externes	-835	-806	-1 041	29	-3%	-235	29%
Impôts et taxes	-138	-101	-108	36	-26%	-7	7%
Salaires et traitements	-586	-607	-661	-21	4%	-54	9%
Charges sociales	-251	-313	-304	-63	25%	9	-3%
Dotations aux amortissements	-41	-27	-42	13	-33%	-14	52%
Dotations aux dépréciations			-33	0	na	-33	na
Dotations aux provisions	-61	-1	-10	60	-98%	-8	688%
Autres charges	-8	-5	-2	3	-41%	3	-64%
Charges d'exploitation	-3 418	-3 489	-3 898	-70	2%	-409	12%
Résultat d'exploitation	-178	-416	-753	-239	134%	-336	81%
Résultat financier	267	313	144	46	17%	-169	-54%
Résultat courant avant impôts (RCAI)	89	-103	-609	-193	-215%	-506	490%
Résultat exceptionnel	9	252	382	243	2760%	130	52%
IS	-35	-49	0	-14	39%	49	-100%
Résultat net	63	100	-227	37	59%	-327	-327%

La société vend ses produits auprès des sociétés du Groupe UNICHIPS en charge de la distribution et de la commercialisation. Les prix de transfert ont été corrigés en 2012 pour tenir compte de la forte augmentation des matières premières, notamment des œufs. Cette évolution a permis de contenir la baisse de chiffre d'affaires liée à la diminution des volumes produits qui s'élèvent à environ 750 tonnes en 2012.

Malgré l'augmentation des prix de vente, le niveau de marge brute s'est dégradé en 2012 en raison de l'augmentation des prix des matières premières (œufs, farine, sucre, etc.).

En 2012, le Groupe UNICHIPS a changé le conditionnement du produit Mousse d'Or (augmentation du poids commercialisé). Cette évolution se traduit notamment par l'acquisition en crédit-bail de deux nouvelles ensacheuses.

Compte tenu de la baisse des tonnages vendus et de la dégradation de la marge brute, le résultat d'exploitation de la société est déficitaire sur la période observée. Il l'était déjà en 2009 et 2008 à hauteur, respectivement de -110 K€ et -381 K€.

Le résultat financier est majoritairement composé des intérêts des comptes courants (cf. analyse des bilans historiques).

Le résultat exceptionnel 2011 est lié à la résolution d'un litige avec le Groupe Carrefour, celui de 2012 résulte d'un dégrèvement de taxe professionnelle d'un montant de 305 K€.

2.5. Bilans historiques

En K€	2010	2011	2012	Var. 2010 / 2011		Var. 2011 / 2012	
Immobilisations incorporelles	0	75	64	75	na	-11	-15%
Immobilisations corporelles	255	247	286	-8	-3%	39	16%
Immobilisations financières	13 620	14 741	15 481	1 121	8%	740	5%
Actif immobilisé	13 875	15 062	15 830	1 188	9%	768	5%
Stocks et en-cours	213	255	323	42	19%	68	27%
Avances et acomptes versés	143	33	135	-110	-77%	102	313%
Créances clients	463	414	765	-50	-11%	352	85%
Autres créances	373	317	642	-56	-15%	324	102%
Actions propres	51	52	54	1	2%	2	4%
Disponibilités	36	69	1	33	90%	-68	-98%
Actif	15 155	16 202	17 750	1 047	7%	1 548	10%

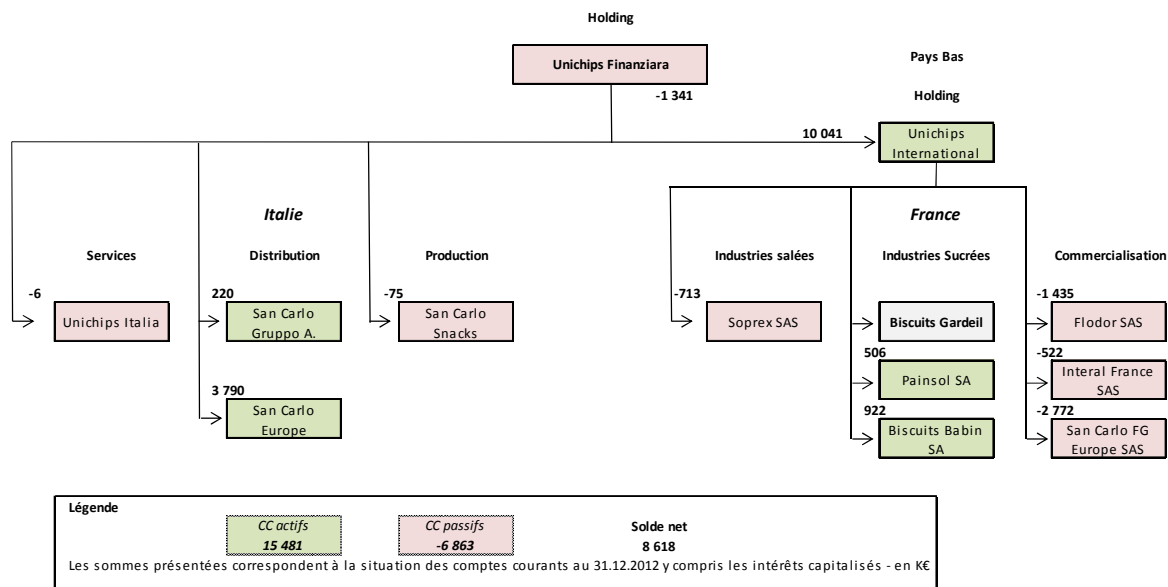
En K€	2010	2011	2012	Var. 2010 / 2011		Var. 2011 / 2012	
Capital social	732	732	732	0	0%	0	0%
Réserve légale	200	200	200	0	0%	0	0%
Autres réserves	8 080	8 080	8 080	0	0%	0	0%
Report à nouveau	704	767	867	63	9%	100	13%
Résultat de l'exercice	63	100	-227	37	59%	-327	-327%
Capitaux propres	9 779	9 879	9 652	100	1%	-227	-2%
Provisions pour charges	61	62	72	1	2%	10	16%
Emprunts et dettes étab. de crédit	1	1	74	0	26%	73	5262%
Emprunts et dettes financières	3 580	4 949	6 863	1 369	38%	1 914	39%
Dettes fournisseurs	1 169	880	694	-289	-25%	-186	-21%
Dettes fiscales et sociales	385	430	395	45	12%	-35	-8%
Autres dettes	180			-180	-100%	0	na
Passif	15 155	16 202	17 750	1 047	7%	1 548	10%

Les immobilisations incorporelles correspondent aux frais relatifs au développement de la nouvelle identité de la marque (changement des packagings, etc.). Les immobilisations corporelles nettes sont composées des éléments suivants :

En K€	2010	2011	2012	Var. 2010 / 2011		Var. 2011 / 2012	
Terrains	106	106	106	0	0%	0	0%
Constructions	68	60	62	-8	-12%	2	4%
Intallations tech, mat et outillage	81	79	112	-2	-3%	34	43%
Autres immos incorporelles	0	2	6	2	na	3	123%
Immobilisations corporelles	255	247	286	-8	-3%	39	16%

Les immobilisations financières de la société sont composées des prêts accordés à plusieurs autres sociétés du Groupe.

Le schéma ci-dessous illustre les positions à fin décembre 2012 des différents prêts et emprunts intra-groupe concernant BISCUITS GARDEIL SA (les positions chiffrées correspondent aux soldes chez BISCUITS GARDEIL SA) :



L'exploitation de la société BISCUITS GARDEIL SA a permis de dégager une trésorerie abondante, dont les prêts aux autres sociétés du groupe sont rémunérés. Les intérêts sont capitalisés. Le prêt consenti à UNICHIPS INTERNATIONAL BV porte intérêts au taux annuel de Euribor 12 mois + 1% et sera intégralement remboursé à BISCUITS GARDEIL SA au plus tard le 31 décembre 2013. Compte tenu de la situation nette négative de UNICHIPS INTERNATIONAL BV, une lettre de confort a été émise par UNICHIPS FINANZIARIA SpA à l'attention des Commissaires aux Comptes de BISCUITS GARDEIL SA. Nous avons obtenu une copie de cette lettre et avons rencontré les Commissaires aux Comptes afin d'évoquer les éventuels risques de non recouvrement attachés à cette créance. Il ressort de ces documents et entretiens que le provisionnement des créances financières de BISCUITS GARDEIL SA n'est pas jugé nécessaire par la Société et ses Commissaires aux Comptes.

Ainsi, les sommes prêtées par BISCUITS GARDEIL SA s'établissent à 15 481 K€, en ce compris les intérêts capitalisés, contre un total de 6 863 K€ empruntés intérêts compris. Le tableau ci-dessous illustre les positions des différents comptes courants entre BISCUITS GARDEIL SA et les autres sociétés du groupe au 31 décembre 2012. Il détaille également les taux d'intérêts observés à partir des charges et produits comptabilisés dans les comptes :

Au 31 décembre 2012

Société	Actif	Passif	Intérêts	Total	Taux intérêt observé
Unichips BV	9 889		152	10 041	1,5%
San Carlo	3 737		54	3 790	1,4%
Soprex		-705	-9	-713	1,2%
Painsol	498		8	506	1,6%
Biscuits Babin	908		14	922	1,5%
Inter France		-514	-7	-522	1,4%
San Carlo Food Group Europe		-2 732	-39	-2 772	1,4%
Flodor		-1 422	-13	-1 435	0,9%
San Carlo Gruppo Alimentare SPA	217		3	220	1,5%
Unichips Finanziaria SPA		-1 321	-20	-1 341	1,5%
Unichips Italia SPA		-6	0	-6	1,5%
San Carlo Snacks SPA		-73	-1	-75	1,5%
Total	15 249	-6 773	142	8 618	0,9%
Total Actif	15 249		231	15 481	1,5%
Total Passif		-6 773	-90	-6 863	1,3%

Il ressort de ce tableau que BISCUITS GARDEIL SA prête aux autres sociétés du groupe à un taux moyen supérieur à celui auquel elle se finance elle-même.

Les créances clients sont constituées exclusivement de créances intragroupes dans la mesure où BISCUITS GARDEIL SA ne vend ses produits qu'au sein du Groupe UNICHIPS. Les créances de plus de 60 jours sont comptabilisées en prêts. Les dettes fournisseurs intragroupes de plus de 60 jours sont comptabilisées en emprunts et dettes financières.

La variation des autres créances est relative à un produit exceptionnel à recevoir au titre d'une demande de dégrèvement de taxe professionnelle pour un montant total de 305 K€, dont l'accord a été confirmé à BISCUITS GARDEIL SA fin 2012.

Aux dires des dirigeants, la société BISCUITS GARDEIL SA n'a aucun litige en cours, les provisions sont uniquement constituées des indemnités de départ à la retraite.

3. Evaluation

Dans le cadre de notre mission, et conformément aux recommandations de l'AMF du 19 octobre 2006 en ce qui concerne l'expertise indépendante, nous avons opté pour une évaluation multicritère fondée sur la mise en œuvre de plusieurs méthodes d'évaluation.

Néanmoins, compte tenu des spécificités propres à BISCUITS GARDEIL SA, la méthode de l'actif net réévalué a été mise en œuvre à titre principal, les autres approches étudiées ont été réalisées à titre de recoupement.

3.1. Méthodes écartées

Les méthodes suivantes ont été écartées de l'approche multicritère :

Objectifs de cours de bourse

La société n'est suivie par aucun analyste ; aucun objectif de cours n'est dès lors formulé. Le recours à cette méthode n'est donc pas possible.

Actualisation des dividendes

Cette méthode n'apparaît pas pertinente dans la mesure où, d'une part la Société n'a jusqu'à présent pas mis en œuvre une politique suivie de distribution de dividendes et, d'autre part la capacité distributive de la Société est dépendante de la politique qui sera mise en œuvre dans les prochaines années. A titre informatif, il est rappelé que la société n'a pas distribué de dividendes au cours de trois derniers exercices.

Actualisation des flux futurs de trésorerie

L'actualisation des flux futurs de trésorerie, aussi appelée DCF, Discounted Cash Flows, consiste à évaluer une valeur d'entreprise à partir de ses perspectives de développement. Les flux prévisionnels de trésorerie liés à l'activité, et nets des investissements nécessaires à l'exploitation et à la croissance de la société, sont actualisés à un taux dit Coût Moyen Pondéré du Capital, ou Weighted Average Cost of Capital, WACC, tenant compte de la rentabilité attendue du capital et du coût d'opportunité de la dette.

La valeur des capitaux propres est obtenue après retraitement de l'endettement financier net.

Le business plan de la société BISCUITS GARDEIL SA a été réalisé par la direction du groupe UNICHIPS pour une période de 3 ans (2013 à 2015). Les prévisions attendues par le groupe ne permettent pas la mise en œuvre de cette méthode d'évaluation dans la mesure où les flux de trésorerie dimensionnés (EBITDA net des investissements attendus et de la variation du BFR) sont négatifs sur la durée du plan.

3.2. Méthodes retenues

Les méthodes suivantes ont été retenues dans le cadre de la mise en œuvre de l'évaluation multicritère de la société :

- Cours de bourse ;
- Référence à la cession des titres détenus par la FINANCIERE DE L'ECHIQUIER ;
- Comparables boursiers ;
- Actif net réévalué.

3.3. Données utilisées communes aux différentes méthodes

Date de l'évaluation

L'annonce de l'Offre a été réalisée par la société le 17 janvier 2013, le cours a été suspendu le 18 janvier 2013.

Compte tenu de la proximité de la date de clôture des comptes, **nous retenons comme date d'évaluation le 31 décembre 2012 pour les comptes sociaux de GRADEIL SA et le 18 janvier 2013 pour l'analyse du cours de bourse.**

Nombre de titres

Nous retenons un total de **476 450 titres** correspondant au total des titres composant le capital social de la société, soit 480 190 titres, diminués des titres auto-détenus, soit 3 740 titres.

Aucun instrument financier pouvant avoir un impact dilutif n'a été émis par la société.

Endettement financier net

Au 31 décembre 2012, l'endettement financier net de la société BISCUITS GARDEIL SA s'élève à **+8 398 K€, traduisant une situation de trésorerie positive :**

En K€	2012
Trésorerie	1
Provisions à caractère de dette	-72
Retraitement Crédit bail	-75
Endettement bancaire	-74
Endettement IG	-6 863
Prêts consentis IG	15 481
Endettement financier net retenu	8 398

Les provisions à caractère de dette concernent exclusivement les engagements de retraite comptabilisés en provisions pour charges.

Le retraitement effectué correspond à l'acquisition en crédit-bail de deux ensacheuses en 2012 pour un prix total de 150 K€, dont 75 K€ ont d'ores et déjà été payés en 2012. Le solde sera à payer par BISCUITS GARDEIL SA par tiers entre 2013 et 2015.

Nous avons réintégré les prêts et emprunts entre BISCUITS GARDEIL SA et les autres sociétés du groupe à leur valeur comptable au 31 décembre 2012.

3.4. Référence au cours de bourse

Contexte boursier

L'action BISCUITS GARDEIL, admise aux négociations depuis 1985, se négocie sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000065435 (compartiment C). Le capital de BISCUITS GARDEIL SA est actuellement composé de 480.190 actions dont 461.415 actions, soit 96,09%, sont détenues par l'Initiateur, UNICHIPS INTERNATIONAL BV.

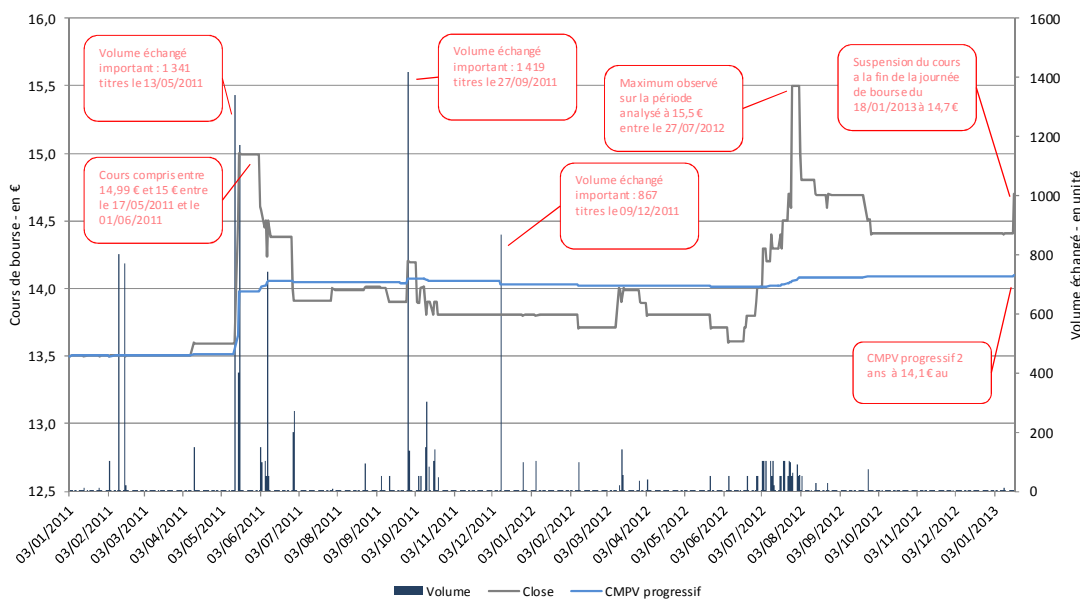
Au cours des 12 derniers mois, les volumes échangés ont représenté 17,4% des titres non détenus par l'Initiateur, soit une moyenne de 10 titres par jour de bourse, soit 0,07% du flottant.

A noter également, qu'au cours des 12 derniers mois le nombre moyen d'échanges par séance de bourse s'établit à 1,21.

Compte tenu de ces niveaux, nous estimons que la référence au cours de bourse ne peut être considérée comme centrale mais est ici mise en œuvre à titre de recoupement.

Évolution boursière

Le graphique ci-dessous montre l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés au cours des deux dernières années :



On constate à la lecture de ce graphique, qu'à quelques exceptions près, le cours de bourse s'est maintenu dans une fourchette comprise entre 13,50 € et 15,50 €. Au 18 janvier 2013, le cours de bourse de BISCUITS GARDEIL SA s'établit ainsi à 14,70 €, soit augmentation de près de 9% par rapport au niveau observé le 19 janvier 2011, 13,51 €.

Cours de bourse pondérés

À partir des cours de bourse et des volumes échangés arrêtés au 18 janvier 2013, des cours de bourse moyens pondérés ont pu être calculés sur différentes périodes. Ces cours peuvent être comparés à l'Offre :

	CMPV	Prime induite		Volumes échangés	
	en €	en €	en %	en titres	en % du flottant
5 jdb	14,69	7,89	53,7%	103	0,7%
10 jdb	14,65	7,93	54,1%	118	0,8%
20 jdb	14,63	7,95	54,3%	128	0,9%
50 jdb	14,59	7,99	54,8%	158	1,1%
90 jdb	14,54	8,04	55,2%	274	1,8%
120 jdb	14,57	8,01	54,9%	356	2,4%
200 jdb	14,48	8,10	56,0%	2 161	14,4%
un an	14,37	8,21	57,1%	2 609	17,4%
400 jdb	14,14	8,44	59,6%	6 483	43,2%
deux ans	14,10	8,48	60,2%	13 015	86,6%

Nous retenons les cours moyens pondérés par les volumes compris entre 5 jours de bourse et un an.

Le prix de l'Offre fait ressortir une prime comprise entre 54% et 57% selon l'horizon.

3.5. Référence à la transaction Financière de l'Echiquier

En janvier 2013, la Financière de l'Echiquier a cédé, hors marché, les 27 280 titres BISCUITS GARDEIL SA, soit 5,7% du capital, qu'elle détenait à UNICHIPS INTERNATIONAL BV au prix unitaire de 13,50 €.

Le prix de l'Offre de 22,58 € fait ressortir une prime de 67% par rapport au prix retenu lors de la transaction.

3.6. Comparables boursiers

Sociétés comparables

La société BISCUITS GARDEIL intervient dans le secteur de la biscuiterie, plus particulièrement celui des biscuits aux œufs. A partir de ces informations, nous avons identifié certaines sociétés comparables :

En M€	CA *	EBITDA *	Capi. boursière **
Danone S.A.	20 747	3 611	32 752
Societe LDC SA	2 861	174	786
Bonduelle SA	1 930	189	631
Tipiak SA	172	16	38
Fleury Michon SA	691	68	187
Eurogerm S.A.	60	8	65
Naturex SA	300	50	461
Bongrain SA	4 095	259	698
Sodexo SA	18 236	1 337	10 114
Vilmorin et Cie	1 442	301	1 854
Vranken-Pommery Monopole S.A.	332	47	192
Lotus Bakeries N.V.	288	52	464
Greencore Group	1 461	118	491
Ter Beke	418	30	87

* : estimations Factset 2012

** : moyenne un mois au 21/02/2013

Une présentation détaillée de ces sociétés est incluse en annexe 11.

Compte tenu des différences de taille et du manque de comparabilité de certaines activités, nous retenons dans l'échantillon définitif les sociétés suivantes :

Société	Cours moyen - € - 12 mois	Capitalisation boursière moyenne - M€ - 12 mois	Valeur d'entreprise moyenne - M€ - 12 mois
Societe LDC SA	83,2	676	702
Bonduelle SA	71,2	559	1 198
Tipiak SA	41,7	37	72
Fleury Michon SA	34,8	150	257
Bongrain SA	48,0	684	1 117
Lotus Bakeries N.V.	526,2	402	421
Greencore Group	1,0	421	765
Ter Beke	49,6	86	151

Agrégats retenus

Compte tenu des éléments présentés ci-dessus et relatifs au plan d'affaires de BISCUITS GARDEIL SA, seuls les multiples de chiffre d'affaires peuvent être retenus. En effet, les autres agrégats issus du plan d'affaires sont négatifs sur la période considérée (Résultat d'exploitation, résultat net, flux de trésorerie).

Ainsi, nous ne retenons que les multiples de chiffre d'affaires.

Multiples observés

A partir de l'échantillon présenté ci-dessus, pour des données boursières moyennes sur les 12 derniers mois au 21 février 2013 (données Infinaancials), les multiples suivants sont observés :

Société	Cours moyen - € - 12 mois	Capitalisation boursière moyenne - M€ - 12 mois	Valeur d'entreprise moyenne - M€ - 12 mois	2011	2012e	2013e	2014e
Societe LDC SA	83,2	676	702	0,25x	0,25x	0,24x	0,23x
Bonduelle SA	71,2	559	1 198	0,68x	0,62x	0,60x	0,58x
Tipiak SA	41,7	37	72	0,43x	0,42x	0,40x	0,39x
Fleury Michon SA	34,8	150	257	0,40x	0,37x	0,35x	0,33x
Bongrain SA	48,0	684	1 117	0,28x	0,27x	0,27x	0,26x
Lotus Bakeries N.V.	526,2	402	421	1,53x	1,46x	1,30x	1,23x
Greencore Group	1,0	421	765	0,52x	0,52x	0,56x	0,53x
Ter Beke	49,6	86	151	0,37x	0,36x	0,35x	0,34x
moyenne				0,56x	0,53x	0,51x	0,49x
mediane				0,41x	0,40x	0,38x	0,37x
min				0,25x	0,25x	0,24x	0,23x
max				1,53x	1,46x	1,30x	1,23x

Agrégats de BISCUITS GARDEIL SA utilisés

Nous avons retenu le chiffre d'affaires réalisé par la société en 2012, ainsi que les prévisions de CA réalisées par le Groupe au titre des deux années à venir.

En K€	2013	2014	2015	Var. 2012 / 2013		Var. 2013 / 2014		Var. 2014 / 2015	
Production vendue - biens	2 990	3 087	3 187	231	8%	97	3%	100	3%
Production vendue - services	190	196	202	6	3%	6	3%	6	3%
Chiffre d'affaires net	3 180	3 283	3 389	236	8%	103	3%	106	3%

Ces estimations tiennent compte de la stabilité des volumes de Mousses d'Or et d'une légère érosion des volumes de boudoirs produits. Les variations favorables du CA sont liées à l'augmentation des prix de transfert entre BISCUITS GARDEIL SA et les sociétés commerciales du Groupe afin de tenir compte de l'augmentation du prix des matières premières.

Résultats

Nous avons appliqué les multiples médians aux données issues des comptes ou du plan d'affaires. L'endettement financier a ensuite été retraité afin de permettre d'extérioriser une valeur par titre :

Résultats - comparables boursiers sur multiples de CA - données moyennes 12 mois au 21.02.2013	2011	2012e	2013e	2014e
moyenne	0,56x	0,53x	0,51x	0,49x
mediane	0,41x	0,40x	0,38x	0,37x
min	0,25x	0,25x	0,24x	0,23x
max	1,53x	1,46x	1,30x	1,23x
CA Gardeil SA	3 019	2 944	3 180	3 283
Endettement financier net - 31.12.12	8 398	8 398	8 398	8 398
Valeur par titre / médiane - en €	20,25	20,07	20,14	20,15
Soit une prime de	2,33	2,51	2,44	2,43
Soit une prime de	11,5%	12,5%	12,1%	12,0%

Il ressort de ces éléments que la valeur déterminée à partir des multiples médians de chiffre d'affaires issus de l'échantillon des comparables boursiers retenu s'établit entre 20,07 € et 20,25 €, permettant de dégager une prime par rapport à l'Offre comprise entre 11,5% et 12,5%.

A titre informatif, les résultats suivants seraient obtenus à partir des données moyennes :

Résultats - comparables boursiers sur multiples de CA - données moyennes 12 mois au 21.02.2013	2011	2012e	2013e	2014e
moyenne	0,56x	0,53x	0,51x	0,49x
mediane	0,41x	0,40x	0,38x	0,37x
min	0,25x	0,25x	0,24x	0,23x
max	1,53x	1,46x	1,30x	1,23x
CA Gardeil SA	3 019	2 944	3 180	3 283
Endettement financier net - 31.12.12	8 398	8 398	8 398	8 398
Valeur par titre / moyenne - en €	21,16	20,93	21,02	20,98
Soit une prime de	1,42	1,65	1,56	1,60
Soit une prime de	6,7%	7,9%	7,4%	7,6%

Les résultats observés permettent de dégager une prime par rapport à l'Offre comprise entre 6,7% et 7,9%.

3.7. Actif net réévalué

L'actif net réévalué (ANR) est une estimation de la valeur des capitaux propres. Cette méthode consiste à estimer séparément les différents actifs et engagements de l'entreprise puis à en faire la somme algébrique. Cette méthode permet ainsi de s'interroger sur la valeur individuelle de chacun des actifs et des passifs de la société évaluée.

A partir des capitaux propres au 31 décembre 2012, nous avons retraité les éléments suivants :

- Terrains : les terrains sont comptabilisés à leur valeur historique, soit 106 K€. Il ressort des informations transmises par la société que les terrains, d'une surface totale de 40.000 m², peuvent être évalués à environ 15€ / m², soit une valeur totale de 600 K€. Nos recherches et l'analyse des terrains à vendre dans le Lot-et-Garonne ne remettent pas en cause cette estimation. Sur une sélection de 23 terrains à vendre dans le Lot-et-Garonne d'une surface supérieure à 2 000 m², le prix moyen au m² ressort à 16 € et le prix médian à 15 € ;
- Outil de production : la société BISCUIT GARDEIL SA a acquis en crédit-bail deux ensacheuses. Le contrat porte sur une valeur totale des machines de 150 K€ dont 75 K€ passés en charges en 2012. Le solde est à payer annuellement par tiers jusqu'en 2015. Ces machines augmentent la valeur des actifs de la société, tout en augmentant ses dettes. Un amortissement de 18 K€ a été constaté au titre de ces actifs (amortissement linéaire sur 6 ans pour une mise en service au 17 avril 2012) :

Détail du retraitement crédit-bail	en K€
Valeur des machines	150
"Dettes" relative à l'acquisition des machines	-75
Amortissements	-18
Retraitement	57

- Constructions : comme les terrains, les constructions sont comptabilisées à leur valeur historique. Elles sont amorties linéairement sur une durée comprise entre 15 et 40 ans dépendant de leur nature. La valeur nette comptable des constructions au 31 décembre 2012 s'établit à 174 K€. Il ressort des informations transmises par la société que les constructions, d'une surface totale d'environ 8 600 m², peuvent être évaluées à environ 200 € / m², soit une valeur globale d'environ 1 700 K€. Nos recherches relatives à des transactions ou annonces de vente de locaux industriels dans le Lot-et-Garonne ne remettent pas intrinsèquement en cause les valeurs retenues par BISCUITS GARDEIL SA dans la mesure où sur 15 locaux industriels de plus de 1 000 m², la moyenne ressort à 287 € par m² et la médiane à 250 € / m². En raison du manque d'adaptabilité de l'usine de BISCUITS GARDEIL SA, la reprise en l'état des locaux n'est actuellement envisageable que par un biscuitier. En conséquence, nous retenons une décote de 25% sur la valeur obtenue des locaux pour tenir compte des charges que devrait supporter un éventuel repreneur afin d'aménager les locaux à d'autres fins que la biscuiterie, traduisant une faible liquidité.

Compte tenu de la lettre de confort émise par UNICHIPS FINANZIARA SpA au titre des comptes courants existant entre BISCUITS GARDEIL SA et les autres sociétés du groupe et de l'intervention des Commissaires aux Comptes sur les comptes 2012, les autres actifs et passifs de la société ne nécessitent pas de réévaluation.

A partir d'une part des données transmises par la société et d'autre part des données moyennes et médianes observées à partir des transactions et annonces identifiées dans le Lot-et-Garonne, l'ANR de BISCUITS GARDEIL SA au 31 décembre 2012 peut être détaillé comme suit :

En K€	Société	Prix m ² médian	Prix m ² moyen
Situation nette	9 652	9 652	9 652
Réévaluation des actifs	1 652	2 238	2 024
Terrains	600	609	635
Locaux et matériel	1 275	1 853	1 613
VNC des actifs réévalués	-280	-280	-280
Retraitement crédit-bail	57	57	57
Réévaluation des passifs	0	0	0
Impact fiscal des réévaluations	-551	-746	-675
ANR	10 754	11 145	11 002
ANR par titre - en €	22,57	23,39	23,09
Soit une prime / décote	0,01	-0,81	-0,51
Soit une prime / décote	0,0%	-3,5%	-2,2%

Les réévaluations ont été fiscalisées au taux normatif de 33,33%.

Ces éléments permettent de dégager une prime / décote comprise entre 0% et -3,5% par rapport à l'Offre.

3.8. Transactions comparables

Cette approche consiste à confronter les multiples observés lors de transactions comparables récentes pour comparer la valeur par action ainsi déterminée au prix offert dans l'opération objet du présent rapport. Nous avons étudié les transactions récentes du secteur de la biscuiterie / pâtisserie, secteur le plus proche de BISCUITS GARDEIL SA.

Les opérations concernant les sociétés suivantes ont été identifiées :

- **Brossard** : le groupe Jacquet a procédé à une Offre Publique d'Achat Simplifiée (« OPAS ») visant les actions de la société Brossard au mois de juin 2011. Compte tenu de la différence de taille entre les deux sociétés (Brossard réalisait en 2010 un chiffre d'affaires de l'ordre de 66 M€, pour un EBIT de près de 6 M€), cette opération n'a pas été retenue.

Néanmoins, et à titre informatif, à partir de la Valeur d'Entreprise alors retenue, des principaux agrégats issus des comptes du dernier exercice clos de la société Brossard à la date de l'OPAS, et des informations propres à BISCUITS GARDEIL SA, les résultats suivants seraient obtenus (endettement financier net retenu à fin décembre 2012 pour BISCUITS GARDEIL SA) :

OPAS Brossard

Multiple*	2010	2011e
EV / CA	1,24x	1,20x
EV / EBITDA	11,90x	11,20x
EV / EBIT	15,00x	13,50x

GARDEIL en K€	2010	2011
CA	3 185	3 019
EBITDA	-130	-441
EBIT	-178	-416

en € / titre	2010	2011
EV / CA	25,92	25,23
EV / EBITDA	na	na
EV / EBIT	na	na

* Source : Note en Réponse présentée par Brossard à l'OPAS visant ses actions initiée par Jacquet portant le visa de l'AMF n° 11-245 du 21 juin 2011

Compte tenu d'un EBITDA et d'un EBIT négatifs en 2010 et 2011, les résultats observés ne sont pas pertinents et n'ont dès lors pas été présentés.

- **Delic-Pol** : le producteur polonais a été racheté en juin 2012 par le fonds de Private Equity Resources Partners accompagné d'Axa Private Equity à sa famille fondatrice, dans le cadre d'un LBO. Le groupe polonais réalise un chiffre d'affaires annuel de 45 M€. La valorisation retenue n'est pas publique.
- **Traou Mad** : le groupe GALAPAGOS a repris, en mai 2012, le groupe TRAOU MAD anciennement détenu par LFPI. Le groupe TRAOU MAD produit principalement des galettes et des palets bretons, ainsi qu'une gamme de produits apéritifs salés, crêpes fourrées. Selon un article publié par CF News le 31 mai 2012 « Traou Mad croqué par un rennais », la transaction aurait été réalisée sur la base d'une « valorisation supérieure à 8 fois l'EBE ». En l'absence d'information relative au chiffre d'affaires du groupe TRAOU MAD et au prix effectivement payé, et compte tenu d'un EBE de BISCUITS GARDEIL SA négatif en 2012, cette opération n'a pas été retenue.
- **Les délices d'Annie / Groupe CPE** : Le groupe, spécialisé dans la vente par correspondance de produits alimentaires majoritairement salés, a organisé en janvier 2012 un MBO valorisant la société autour de 25 M€ pour un chiffre d'affaires 2011 de l'ordre de 37 M€. Cette transaction permet d'extérioriser un multiple de chiffre d'affaires de 0.67x.

Compte tenu de ce que la société BISCUITS GARDEIL SA produit exclusivement des produits sucrés commercialisées en GMS et non par vente par correspondance, cette transaction n'a pas été retenue.

Néanmoins, et à titre informatif, à partir de la Valeur d'Entreprise alors retenue, des principaux agrégats issus des comptes du dernier exercice clos de la société concernée à la date du MBO, et des informations propres à BISCUITS GARDEIL SA, les résultats suivants seraient obtenus endettement financier net retenu à fin décembre 2012 pour BISCUITS GARDEIL SA) :

MBO Délices d'Annie / Groupe CPE

Multiple*	2010	2011e
EV / CA		0,67x
EV / EBITDA		
EV / EBIT		

GARDEIL en K€	2010	2011
CA	3 185	3 019
EBITDA	-130	-441
EBIT	-178	-416

en € / titre	2010	2011
EV / CA	na	21,87
EV / EBITDA	na	na
EV / EBIT	na	na

* Source : multiple déterminé à partir des informations publiées par CF News dans son article "Nouvelle toque pour les délices d'Annie" en janvier 2012 (valorisation de 25 M€ / CA 2011 de 37 M€)

Il ressort de l'analyse des transactions récentes survenues dans un secteur d'activité proche de celui sur lequel BISCUITS GARDEIL SA intervient que les résultats obtenus ne peuvent être retenus en raison soit de l'insuffisance des informations publiques, soit du manque de comparabilité des entreprises concernées (taille, mode de distribution, etc.).

3.9. Synthèse des résultats obtenus

En synthèse, nous obtenons les résultats suivants :

Synthèse En € par titre	Résultats obtenus		
	Min	Mediane	Max
Cours de bourse	14,37	14,58	14,69
Transaction Echiquier	13,50	13,50	13,50
Multiples comparables / CA	20,07	20,15	20,25
ANR	22,57	23,09	23,39

Synthèse En € par titre	Prime / décote		
	Min	Mediane	Max
Cours de bourse	8,21	8,00	7,89
Transaction Echiquier	9,08	9,08	9,08
Multiples comparables / CA	2,51	2,43	2,33
ANR	0,01	-0,51	-0,81

Synthèse En %	Prime / décote		
	Min	Mediane	Max
Cours de bourse	57,1%	54,8%	53,7%
Transaction Echiquier	67,3%	67,3%	67,3%
Multiples comparables / CA	12,5%	12,1%	11,5%
ANR	0,0%	-2,2%	-3,5%

Ces résultats font ressortir une prime comprise entre 0% et 67,3% sur le cours de bourse, la référence à la transaction de l'Echiquier et les multiples, et une décote comprise entre -2,2% et -3,5% sur l'Actif Net Réévalué.

4. Analyse du rapport d'évaluation de la banque présentatrice – BANQUE DELUBAC ET COMPAGNIE

Synthèse comparée des résultats obtenus par BANQUE DELUBAC et par SEA

Méthode	Delubac		SEA	
	Valeur	Prime/décote	Valeur	Prime/décote
Cours de bourse				
5 jours de bourse	-	na	14,69	53,7%
10 jours de bourse	-	na	14,65	54,1%
1 mois	14,63	54,3%	14,63	54,3%
3 mois	14,57	55,0%	14,57	54,9%
90 jours de bourse	-	na	14,54	55,2%
6 mois	14,74	53,2%	-	na
200 jours de bourse	-	na	14,57	54,9%
12 mois	14,36	57,2%	14,37	57,1%
Transaction récente				
Transaction Echiquier	13,50	67,3%	13,50	67,3%
Comparables				
Multiple CA - médian	20,38	10,8%	20,15	12,1%
Multiple CA - min	-	na	20,07	12,5%
Multiple CA - max	-	na	20,25	11,5%
Actif net comptable				
2009	20,23	11,6%	-	na
2010	20,36	10,9%	-	na
2011	20,57	9,8%	-	na
2012	20,26	11,5%	-	na
Actif net réévalué				
ANR - médian	22,58	0,0%	23,09	-2,2%
ANR - min		na	22,57	0,0%
ANR - max		na	23,39	-3,5%

Il ressort de ces éléments que les approches mises en œuvre par la banque conseil sont proches de celles que nous avons appliquées.

Éléments communs aux différentes approches d'évaluation mises en œuvre

Date de l'évaluation

Comme la banque conseil, nous avons réalisé l'évaluation de la Société BISCUITS GARDEIL SA au 18 janvier 2013, date de la suspension du cours.

Endettement

Nous retenons le même endettement financier que la banque conseil traduisant une situation de trésorerie positive de +8,4 M€.

Nombre d'actions

Nous retenons le même nombre de titres que la banque conseil, à savoir 476 450 actions correspondant à la somme des actions en circulation nette des actions auto-détenues.

Cours de bourse

Nous ne retenons pas exactement les mêmes durées de calcul. Néanmoins, lorsque les durées sont communes, nous obtenons les mêmes résultats que la banque conseil.

Comparables boursiers

La banque conseil a mis en œuvre une évaluation de la Société reposant sur la comparaison du Chiffre d'affaires de BISCUITS GARDEIL SA à ceux de sociétés intervenant dans le même secteur d'activité. Comme nous, la banque conseil a été confrontée à l'absence de comparables purs et a construit un échantillon de sociétés comparables, parmi lesquelles plusieurs sont reprises dans nos travaux.

Divergences

Nous retenons les mêmes agrégats que la banque conseil. Les divergences constatées sur les résultats obtenus sont relatifs d'une part à l'échantillon retenu qui est légèrement différent et d'autre part au fait que nous retenons le CA prévisionnel de la société.

Transactions récentes sur le capital

Nous obtenons les mêmes résultats que la banque conseil.

Actif net réévalué

La banque conseil retient également l'actif net réévalué comme méthode centrale. Les mêmes éléments d'actif et de passif ont été réévalués par la banque.

Divergences

Nous retenons une décote de 25% sur la valeur des locaux tandis que la banque retient une décote de 20% Nous avons procédé au retraitement du crédit-bail correspondant aux ensacheuses acquises par BISCUITS GARDEIL SA dans le cadre du changement de conditionnement des Mousses d'Or.

5. Attestation d'équité

Il ressort de nos travaux que le prix de l'Offre :

- est équivalent à la valeur obtenue par l'Actif net réévalué déterminé à partir des estimations de valeur des locaux et terrains proposées par la société après décote ;
- fait ressortir une décote comprise entre -2% et -3,5% par rapport à la valeur obtenue par l'actif net réévalué déterminé à partir des valeurs des locaux et terrains observées sur le marché après décote ;
- fait ressortir une prime comprise entre 11,5% et 12,5% par rapport aux résultats obtenus par la méthode des comparables boursiers ;
- fait ressortir une prime de plus de 67% par rapport à la dernière transaction hors marché réalisée sur les titres de la société BISCUITS GARDEIL SA ;
- fait ressortir une prime comprise entre 54% et 57% par rapport aux résultats obtenus par la méthode des cours de bourse.

Ainsi, et ce dans le contexte économique et boursier actuel particulièrement tendu diminuant la visibilité de la Société tant sur ses performances futures que sur le devenir du marché sur lequel elle opère, nous sommes d'avis que le prix proposé par UNICHIPS INTERNATIONAL BV dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire, visant les actions de la Société BISCUITS GARDEIL SA d'un montant de 22,58 € par action est équitable pour les actionnaires minoritaires.

ANNEXES

1. Présentation de SALUSTRO & ASSOCIES

SALUSTRO & ASSOCIES intervient dans tous les domaines liés à l'audit ou à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, dans le cadre de :

- missions légales de commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles d'expertise indépendante, d'évaluation d'entreprises et d'arbitrage.

SALUSTRO & ASSOCIES, constitué d'une équipe restreinte de professionnels animés par Olivier Salustro, dispose d'une expérience reconnue des opérations dites de place qui mettent en jeu des questions liées à l'équité entre actionnaires.

2. Indépendance

SALUSTRO & ASSOCIES n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec la société concernée par l'opération ou ses conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'opération, ni aucune créance ou dette sur la société concernée par l'opération ou toute personne contrôlée par cette société au sens de l'article 233-3 du Code de commerce.

SALUSTRO & ASSOCIES ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec la société concernée par l'opération et ses conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Au cours de vingt-quatre derniers mois, SALUSTRO & ASSOCIES déclare n'avoir jamais participé à une opération publique présentée par la banque DELUBAC ET COMPAGNIE, banque présentatrice de la présente Offre.

En conformité avec l'alinéa avec l'alinéa II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, SALUSTRO & ASSOCIES atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur, connu de lui, avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

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

Le cabinet SALUSTRO & ASSOCIES n'adhère, au moment de la rédaction de ce rapport à aucune association professionnelle indépendante reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), en application de l'article 236-1 du règlement général de cette dernière.

Il envisage néanmoins d'adhérer prochainement à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants. Cette association est agréée par l'AMF.

Le cabinet SALUSTRO & ASSOCIES s'est doté d'un code de déontologie prévoyant notamment des procédures et règles de conduite destinées à garantir et protéger l'indépendance du cabinet afin d'éviter les situations de conflits d'intérêt.

Il s'est également doté des procédures et méthodes de travail permettant de contrôler, pour chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant qu'ils ne soient émis.

4. Expertises Indépendantes réalisées par le cabinet SALUSTRO & ASSOCIES

Néant.

5. Interlocuteurs

Pour réaliser notre mission nous nous sommes entretenus avec les personnes suivantes :

De la société BISCUITS GARDEIL

Alberto Vitaloni, Président du conseil d'administration

Joseph Aziz, Directeur Général

Du groupe UNICHIPS

Carlo Zorzetto, Secrétaire Général du Groupe UNICHIPS

Enrico Colombini, Directeur Administratif et Financier du Groupe UNICHIPS

Jean-Pierre Bian-Rosa, Directeur commercial France du Groupe

De la BANQUE DELUBAC & COMPAGNIE, banque conseil

Jean-Jacques Vaxelaire, Directeur Général

Mickaël Hazout, Directeur Corporate Finance

Du cabinet FIDUFRANCE, avocats conseil

Arnaud Bied, Avocat Associé

Sandrine Chiche, Avocate

Du cabinet FOURGOUX et Associés avocats conseil

Jean-Louis Fourgoux, Avocat Associé

Vincent Roux, Avocat Associé

Du cabinet CREATIS Audi – Commissaires aux Comptes de BISCUITS GARDEIL SA

André-Paul Bahuon, Associé signataire

6. Liste des documents utilisés

Dans le cadre de nos travaux, nous avons demandé et obtenu les documents suivants :

Actionnariat

Répartition du capital et des droits de vote de BISCUITS GARDEIL SA au 31 décembre 2012 et à la date d'évaluation (y compris l'auto-détention)

Echanges récents entre le management de la société BISCUITS GARDEIL SA et les actionnaires

Éléments financiers et juridiques

Rapports des Commissaires aux Comptes, quand applicable - Compte de résultat, bilan, annexes de la société et de l'initiateur au 31 décembre 2010, 2011 et 2012

Rapports de gestion au 31 décembre 2010, 2011 et 2012

Conventions de prêts conclues entre BISCUITS GARDEIL SA et les autres sociétés du groupe UNICHIPS

Documentation relative à la transaction Financière de l'Echiquier

Lettre de confort données à BISCUITS GARDEIL SA par la société UNICHIPS FINANZIARIA SPA

Évaluation

Plan d'affaires et hypothèses de construction

Liste des sociétés cotées comparables identifiées

Transactions récentes sur le capital de la société

Rapport de la banque conseil

7. Diligences réalisées

Prise de connaissance générale de l'opération ;

Acceptation de la mission ;

Identification des risques et orientation de la mission, notamment méthodes d'évaluation retenues et écartées ;

Demande et collecte des informations et données, notamment financières et de marché, nécessaires à nos travaux ;

Mise en œuvre des travaux d'évaluation – à titre principal et à titre de recoupement :

- Analyse du cours de bourse : liquidité et évolution du cours ;

- Comparables boursiers : définition de l'échantillon, analyse des principaux agrégats ;
- Référence à l'acquisition des titres détenus par Financière de l'Echiquier : étude de la transaction, de la détermination du prix et des autres éléments contractuels ;
- Référence aux transactions récentes observées sur le secteur de la biscuiterie : recherche et analyse des transactions ;
- Actif net réévalué : identification évaluation des actifs et passifs devant être réévalués ;

Prise de connaissance du rapport de la banque conseil, analyse et compréhension des divergences ;

Obtention d'une lettre d'affirmation des représentants de la société ;

Revue indépendante ;

Conclusion et rédaction du rapport.

8. Équipe

La mission a été réalisée sous la responsabilité d'Olivier Salustro, Associé signataire, en collaboration avec Marie-Amélie Lecoq, manager dédié à ce type de missions.

9. Calendrier

- 16 janvier : réunion de présentation de l'opération envisagée
- Du 17 au 30 janvier : première prise de connaissance de la documentation transmise, contact avec les conseils juridiques, les initiateurs et demandes d'entretiens avec le management de la société visée
- 31 janvier : visite de l'usine de Astaffort
- 11 février : réunion de travail avec Fidufrance
- 20 février : réunion de travail avec le management de BISCUITS GARDEIL et du groupe UNICHIPS, avec les représentants de la Banque Delubac & Cie ainsi que les représentants des cabinets Fidufrance et Fourgoux et Associés
- Mars : analyse financière et analyse du plan d'affaires
- 3 avril : transmission à SALUSTRO & ASSOCIES du projet de rapport d'évaluation de la banque conseil
- Au cours des mois de mars et avril : réunions téléphoniques et échanges avec la Société et la banque conseil et les avocats conseil
- 26 avril : présentation du projet de conclusion de l'Expert Indépendant
- 29 avril : diffusion et signature de la lettre d'affirmation par les représentants de la Société, signature et émission de notre rapport.

10. Rémunération

Notre rémunération s'élève à 25.000 € HT au titre de cette mission.

11. Présentation détaillée des sociétés comparables incluses dans l'échantillon d'origine

En M€	CA *	EBITDA *	Capi. boursière **	Description ***
Danone S.A.	20 747	3 611	32 752	Danone is a food-processing group. It is the holding company of the group food and beverage, cookies and cereal products companies in France with activities in dairy products, champagne and mineral water, beer, yogurts and desserts, sugar cookies, salted products, dried bread marking products, crackers etc, grocery products and containers.
Societe LDC SA	2 861	174	786	LDC is engaged in the production, packaging, and marketing of poultry products. The group's products are mainly sold under Le Gaulois and Loué brands. The company's products include the following : - poultry products : ordinary and labeled poultry and elaborated products ; - ready to eat products : foreign food, savory pies, cooked dishes and sandwiches, pizzas, sausage products and pastries.
Bonduelle SA	1 930	189	631	The company specializes in the production and marketing of processed vegetables for distribution to the general public and restaurants. The Company's products include the following : - canned vegetables : products sold under the company's own name (Bonduelle, Cassegrain and Frudesa) and distributor names ; - frozen vegetables ; - prepared fresh produce : prepared salads (mixed salads, tabouli), and fresh ready-to-eat salads.

En M€	CA *	EBITDA *	Capi. boursière **	Description ***
Tipiak SA	172	16	38	The company is an agri-foods group organized into 4 product families : - bakery and pastry product : canapés, puff pastries, pains surprise, macaroons, frosted petits fours, etc. ; - frozen meals : crêpes and pancakes, seafood entrees (scallops and shellfish), prepared meals (minced cod, paella, couscous, gratin dishes, etc.), and sauces ; - dry goods : cooking ingredients (bread crumbs, strach, tapioca, etc.) cereal (couscous, tabouli, polenta), and intermediate food products ; - dry bakery products : mainly croutons and ready-to-garnish puff-pastry products.
Fleury Michon SA	691	68	187	Fleury Michon SA is a France-based company that is engaged in developing meal solutions in the self-service delicatessen and prepared meals segments in France. The Company has four core businesses: pork hams and poultry cuts, seafood and ready-to-eat charcuterie. The Company also offers such services as travel catering (rail, air, road and sea), event catering (theme parks and trade shows) and traditional sit-down meals (restaurants and cafeterias). It delivers meals to businesses under the Fauchon and Flo Prestige brand names. The Company has a number of subsidiaries, including Fleury Michon Charcuterie, Fleury Michon Traiteur de la Mer, Charcuteries Cuisinées de Plélan and Room Saveurs, among others.
Eurogerm S.A.	60	8	65	The Company specializes in the research, development, manufacturing and marketing of milling correctors, breadmaking improvers, cereal ingredients, and auxiliary technologies intended primarily for millers and for industrial and artisan bakers. The group's products are used to correct imperfections and irregularities in flour and to infuse it with finished products having specific properties (crustiness, flavor, aroma, freshness, softness, etc.)
Naturex SA	300	50	461	The Company is a producer of natural extracts from plants and vegetables for use in the flavoring, coloring and preservation of nutraceutical properties.
Bongrain SA	4 095	259	698	The Company is specialized in the production of cheeses and specialty cheese brand : - cheese products : brands Caprice des Dieux, Caprice des Anges, Bresse Bleu, Chavroux, Saint Albay, Saint Agur, Tartare, St Moret, Coeur de Lion, Géraumont, Chaumes, Fol Epi, Burgo de Arias, etc. ; - dairy products : industrial dairy products (technical butters and specific dairy proteins for the food, dietetic, and health care industry, animal bottle feeding products) and dairy products for large-scale consumption (milk, modern butters, long-conservation creams, cheese desserts).
Vilmorin et Cie	1 442	301	1 854	Vilmorin & Cie SA is engaged in the production, marketing and sale of vegetable and crop seeds for agricultural production and market gardeners. The Vegetable seeds division is involved in the production and sale of vegetable seeds under the brand names, such as Hazera-Nickerson, Vilmorin SA, HM.Clause and Mikado Kyowa Seed, among others, intended for the professional food market, including market gardeners, processors, and specialists in canning, specialists in deep-freezing and freeze-drying. The Field Seeds division is focused on field seeds, including corn, straw cereals, grape and sunflower seeds for European and American clients. The Garden Products division is structured around two companies, Vilmorin Jardin and Suttons.

En M€	CA *	EBITDA *	Capi. boursière **	Description ***
Sodexo SA	18 236	1 337	10 114	Sodexo SA, (formerly Sodexo Alliance SA), is a global provider of services in three primary business areas: - the On-site Services Solutions offer various services that range from food services to construction management, reception to the maintenance of scanners and laboratory equipment, management of data centers, leisure cruises and provides housekeeping to rehabilitation services at correctional facilities ; - the Motivation Solutions division provides passes and vouchers, comprising Restaurant Pass, Gift Pass, Sport Pass, Training Voucher, Service Card and Book Card, among others ; - the Company also provides Personal and Home Services in the form of childcare, tutoring, concierge services and in-home service care facilities. The Company is present in 80 countries in a number of geographic areas, such as North America, South America, Continental Europe and United Kingdom and Ireland.
Vranken-Pommery Monopole S.A.	332	47	192	The Company is one of the leading producer and seller of Champagne wines. Its portfolio of brands covering all consumer segments with Pommery (including brands such as Louise and Pop), the Champagne Vranken (including brands such as La Demoiselle ad Diamant), Champagne Heidsieck & Co and Charles Lafitte Champagne. Since 2005, the group is also positioned as a major player in the development and distribution of rosé wine with Listel, Sand and Wine Camargue Chapel Gordonne and Billet - AOC Provence brands, he started by selling theses brands all around the world before becoming the owner on December, 1 2009. The Group is also present as seller of Porto Wines (Terras do Grifo and Sao Pedro Das Aguas). The Group has three main types of business: - Champagne producer ; - Porto and Rose Wines producer ; - Marketing and distribution.
Lotus Bakeries N.V.	288	52	464	Lotus Bakeries NV is a Belgium-based producer and distributor of cakes and biscuits. The Company's product portfolio is divided into five product lines. The Caramelized Biscuits line includes caramelized biscuits, sold worldwide under the Lotus brand name, among others. The Waffles and Galettes line consists of a range of soft waffles and crisp waffles, primarily sold in Western Europe. The Cake Specialties line includes a range of diverse, mostly locally sold brands. The Gingerbread segment comprises gingerbread products sold in the Netherlands and Belgium under the Peijnenburg brand name. The Pepparkakor Biscuits line encompasses a range of spiced biscuits of Swedish origin, sold in Sweden, Finland and North America under the Annas brand name. The Company operates in Belgium, France, the Netherlands and Sweden, among others. On December 20, 2012, it acquired Dinosaur brand.

En M€	CA *	EBITDA *	Capi. boursière **	Description ***
Greencore Group	1 461	118	491	Greencore Group plc is Ireland-based international manufacturer of convenience foods. The Company is a producer of convenience foods with market leadership positions in the UK convenience food market across sandwiches, chilled prepared meals, chilled soups and sauces, cooking sauces and pickles, cakes and desserts and Yorkshire puddings and has an extending presence outside the UK with a fast-growing convenience food business in the US. The Company operates in two business segments Convenience Foods and Ingredients and Property. On April 17, 2012, the Group acquired 100% of MarketFare. On June 21, 2012, the Company acquired 100% of Schau, a fresh food manufacturer with facilities in Chicago, Illinois and Jacksonville, Florida. On August 23, 2012, the Group announced the acquisition of 100% of ICL, a private label chilled ready meal business with a facility in Consett, Co. Durham.
Ter Beke	418	30	87	The Group is specialized in the development, production and sale of fresh ready meals and fine processed meats. The group organized around 2 families of product: cooked meat products (67.9% of sales): grilled chicken strips, smoked bacon pieces, cooked hams, pâtés, salamis, sausages, etc. sold under the brands l'Ardennaise, Daniel Coopman, and Les Nutons; ready meals (32.1%): fresh lasagnas (No. 1 in Europe), tagliatelles, cannellonis, macaronis, pizzas, etc. sold under the brands Come a Casa, Pronto and Vamos.

* : estimations Factset 2012

** : moyenne un mois au 21/02,

*** : WVB or Reuters Business or Short Business Summary

5 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GARDEIL

Les membres du Conseil d'Administration de GARDEIL se sont réunis le 29 avril 2013, sous la présidence de séance Monsieur Antonio ORNAGHI, à l'effet d'examiner le projet d'offre publique de retrait suivie d'un Retrait Obligatoire par UNICHIPS portant sur l'intégralité des actions de la Société que l'Initiateur ne détient pas encore, à l'exclusion des d'une action pour chacun des membres du Conseil d'Administration de GARDEIL, de 3 740 titres GARDEIL en auto détention et des 2 642 actions objet d'un contrat de liquidité, et de rendre un avis motivé sur ce projet et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

La totalité des quatre (4) membres du Conseil étaient présents ou représentés. L'avis a été rendu à l'unanimité des membres présents.

Les documents suivants ont été portés à la connaissance des membres du Conseil d'administration :

- 1) Le projet de note d'information conjointe préparé par UNICHIPS et GARDEIL présentant notamment les caractéristiques, termes et conditions du projet d'Offre et la présentation des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par Banque DELUBAC & Cie, banque présentatrice de l'Offre ;
- 2) Le rapport en date du 29 avril 2013 établi par Olivier SALUSTRO, de SALUSTRO & Associés, en qualité d'expert indépendant.
- 3) Le Projet de document « Autres Informations regroupant les caractéristiques juridiques et financières d'Unichips International BV » et le même document sur « BISCUITS GARDEIL ».

L'expert indépendant estime qu'à la date de son rapport, le prix de 22,58 euros par action proposé par l'Initiateur est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société, dans le cadre de l'Offre, suivie d'un retrait obligatoire aux mêmes conditions financières.

Le Conseil d'Administration a pris acte (i) que le prix proposé dans le cadre du Retrait Obligatoire envisagé était considéré par l'expert indépendant comme équitable pour les actionnaires minoritaires de la Société et (ii) des intentions d'UNICHIPS en matière de poursuite de la stratégie de la Société et en matière d'emploi.

Sur cette base, le Conseil d'Administration de la Société a rendu l'avis motivé suivant :

« Après en avoir délibéré, le conseil d'administration, décide à l'unanimité, que :

- le projet d'Offre publique de retrait est conforme tant aux intérêts propres de GARDEIL qu'à ceux de ses actionnaires et salariés ; et*
- approuve l'Offre publique de retrait suivie d'un Retrait Obligatoire initiée par UNICHIPS INTERNATIONAL BV, ainsi que les termes du projet de note d'information conjointe et décide en conséquence d'émettre un avis favorable à l'offre publique susvisée et de recommander aux actionnaires minoritaires d'apporter leurs actions à l'offre ;*
- autorise le directeur général de la Société à signer conjointement avec le représentant légal de l'Initiateur le projet de note d'information conjointe et ce pour le compte de la Société visée, tel que ce projet de note d'information a été présenté aux membres du conseil d'administration, et d'y apporter le cas échéant toute modification mineure qui s'avèrerait nécessaire pour la cohérence du document.*

Dans la mesure où le projet d'Offre représente une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions équitables, le conseil d'administration décide ainsi, à l'unanimité, de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'offre.»

6 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

6.1 POUR L'INITIATEUR, LA SOCIÉTÉ UNICHIPS INTERNATIONAL BV

« A notre connaissance, les données du présent projet de note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Alberto VITALONI,
Président

6.2 POUR LA SOCIÉTÉ VISEE, BISCUITS GARDEIL SA

« A notre connaissance, les données du présent projet de note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Joseph AZIZ,
Directeur Général

6.3 POUR L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR DE L'OFFRE

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, Banque DELUBAC & Cie, banque présentatrice de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

BANQUE DELUBAC & CIE
Monsieur Jean-Jacques VAXELAIRE