

NOTE D'INFORMATION

établie par



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS REMBOURSABLES EN ACTIONS DE LA SOCIETE OENEO

initée par

ANDROMEDE



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n°13-241 en date du 28 mai 2013 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société OENEO et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

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

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'OENEO (www.oeneo.com), et mise gratuitement à la disposition du public au siège d'OENEO (123 avenue des Champs-Élysées, 75008 Paris).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'OENEO requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE	4
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	5
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'OENEO ET INTENTION DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	7
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	7
6.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	7
6.1.	Structure et répartition du capital de la Société.....	7
6.2.	Obligations remboursables en Actions.....	8
6.3.	Actions attribuées gratuitement.....	9
6.4.	Restrictions statutaires et conventionnelles à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions	9
6.4.1.	<i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions de la Société</i>	<i>9</i>
6.4.2.	<i>Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....</i>	<i>10</i>
6.4.3.	<i>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote.....</i>	<i>10</i>
6.5.	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du code de commerce....	10
6.6.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	10
6.7.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	10
6.8.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	10
6.9.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions.....	10
6.10.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	12
6.11.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	12
7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	12
8.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	47
9.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	47

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Andromède, société anonyme immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 310 072 194 et dont le siège social est sis 123 avenue des Champs-Élysées, 75008 Paris, (ci-après « **Andromède** » ou l'« **Initiateur** ») s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires et aux porteurs d'obligations remboursables en actions de la société OENEO, société anonyme au capital de 54.930.272 euros divisé en 54.930.272 actions ordinaires¹, dont le siège social est sis 123 avenue des Champs-Élysées, 75008 Paris, immatriculée sous le numéro 322 828 260 au Registre du commerce et des sociétés de Paris (ci-après « **OENEO** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions OENEO (les « **Actions** ») au prix de 3,20 euros par Action (dividende 2012-2013 attaché) et la totalité de leurs obligations remboursables en Actions (les « **ORA** ») au prix de 97,31 euros (ci-après l'« **Offre** »).

Les Actions et les ORA (ci-après désignées ensemble les « **Titres** ») sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris respectivement sous le code ISIN FR0000052680 (mnémonique « **SBT** ») et sous le code ISIN FR0010827642 (mnémonique « **YSBT** »).

Il est rappelé que l'Initiateur détient à ce jour 20.832.302 Actions, soit 37,92% du capital et des droits de vote sur la base d'un nombre total de 54.930.272 Actions représentant autant de droits de vote de la Société en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, ainsi que 134.929 ORA, susceptibles de donner lieu à l'émission de 4.047.870 Actions nouvelles.

L'Offre porte sur :

- les Actions existantes non détenues par l'Initiateur à la date du dépôt du projet d'Offre, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 34.097.970 Actions, représentant 62,08% du capital et des droits de vote théoriques ;
- les Actions nouvelles susceptibles d'être émises à raison du remboursement jusqu'à la clôture de l'Offre des 52.019 ORA en circulation non détenues par l'Initiateur, soit un maximum de 1.560.570 Actions nouvelles ;
- la totalité des 52.019 ORA en circulation non détenues par l'Initiateur à la date du dépôt du projet d'Offre.

Les Actions attribuées dans le cadre de plans d'attribution d'actions gratuites dont la période de conservation n'aurait pas expiré à la date de clôture de l'Offre, et, le cas échéant, de l'Offre Ré-ouverte (tel que ce terme est défini ci-dessous), ne pourront pas être apportées à l'Offre, sauf cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire).

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, l'Offre sera ré-ouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de réouverture de l'Offre qui durera en principe au moins dix (10) jours de négociation (l'« **Offre Ré-ouverte** »).

Conformément aux dispositions des articles 232-4 et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve le droit de demander à l'AMF, dans un délai de dix jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre, ou le cas échéant, dans un délai de trois mois à l'issue l'Offre Ré-ouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions si les Actions non présentées à l'Offre ou à l'Offre Ré-ouverte ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, moyennant le paiement d'une indemnisation égale au prix de l'Offre, soit 3,20 euros par Action.

¹ A la date du 24 avril 2013.

L'Initiateur se réserve également le droit de demander à l'AMF, dans un délai de dix jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre, ou le cas échéant, dans un délai de trois mois à l'issue l'Offre Ré-ouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions et les ORA, si à l'issue de l'Offre ou de l'Offre Ré-ouverte, les Actions susceptibles d'être créées par remboursement des ORA non présentées à l'Offre ou à l'Offre Ré-ouverte, une fois additionnées avec les Actions existantes non présentées à l'Offre ou à l'Offre Ré-ouverte, ne représentent pas plus de 5% de la somme des titres de capital existants et susceptibles d'être créés, moyennant le paiement d'une indemnisation égale au prix de l'Offre, soit 3,20 euros par Action et 97,31 euros par ORA.

L'Initiateur se réserve par ailleurs le droit, s'il vient à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, 95% du capital et des droits de vote de la Société et si un retrait obligatoire n'est pas mis en œuvre dans les conditions mentionnées ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF une offre publique de retrait, pouvant être suivie d'un retrait obligatoire, visant les Actions et les ORA qui ne seraient pas encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur.

Dans l'hypothèse où il ne serait pas en situation de mettre en œuvre le retrait obligatoire, l'Initiateur se réserve en outre le droit de demander à NYSE Euronext la radiation de la cotation des Actions et des ORA du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris. Conformément à la réglementation en vigueur, NYSE Euronext ne pourra accepter cette demande que si la liquidité des Titres était fortement réduite de telle sorte que cette radiation soit dans l'intérêt du marché.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Crédit du Nord et Société Générale, étant précisé que seule cette dernière garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

L'Initiateur a indiqué souhaiter aujourd'hui pérenniser son contrôle sur OENEO, en préservant les intérêts de ses collaborateurs et en lui donnant les moyens de poursuivre sa stratégie de développement. Cette Offre s'inscrit pour l'Initiateur dans une logique patrimoniale de long terme, à laquelle s'associe pleinement la nouvelle génération de la famille Hériard Dubreuil, et conformément à son accompagnement du groupe depuis plus de 40 ans.

Cette décision correspond aussi à une nouvelle étape dans la vie d'OENEO. Dans un environnement fortement concurrentiel, la Société envisage de réaliser des investissements industriels significatifs, avec en particulier la construction d'une nouvelle unité de traitement du liège en France, sur le site de Céret, estimée à 25 millions d'euros, nécessaires au développement de la division Bouchage et à l'anticipation de la tombée dans le domaine public en 2020 du brevet relatif à la technologie Diamant, potentiellement accompagnée d'une pression sur sa croissance et ses marges. De tels investissements offrent des objectifs de retour sur investissement à moyen ou long terme, qui l'emportent sur des objectifs de rentabilité à court terme.

Détenant 37,92% du capital et des droits de vote théoriques, l'Initiateur souhaite désormais acquérir le solde du capital de la Société en offrant aux actionnaires et aux porteurs d'ORA de racheter leurs Titres dans les conditions décrites dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

Le conseil d'administration d'OENEO a, lors de sa réunion du 28 mars 2013, conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1° et 5° et II du règlement général de l'AMF, désigné le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Bruno Husson, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un

rapport sur les conditions financières de l'Offre. Le rapport de l'expert indépendant est reproduit dans la section 7 de la présente note en réponse.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 29 avril 2013 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires, ses obligataires et ses salariés.

Les membres du conseil d'administration d'OENEO sont les suivants : Monsieur Marc Hériard Dubreuil, Président du conseil d'administration et Directeur Général, Monsieur François Hériard Dubreuil, Vice-Président du conseil d'administration et Directeur Général Délégué, Monsieur Henri Vallat, administrateur indépendant, Madame Angela Muir, administrateur indépendant, Monsieur François Glémet, administrateur indépendant, Monsieur Hervé Claquin, Monsieur Jacques Hérail, administrateur indépendant, la société Mantatech, représentée par Monsieur Vivien Hériard Dubreuil, Paternot Conseil et Investissement, administrateur indépendant représenté par Monsieur Thierry Paternot, Madame Gisèle Durand et Mademoiselle Marie-Amélie Jacquet (membre de la famille Hériard Dubreuil).

Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés.

La séance était présidée par Monsieur Marc Hériard Dubreuil, en sa qualité de président du conseil d'administration.

Le conseil d'administration a rendu à l'unanimité l'avis motivé suivant :

« Le président indique que le conseil d'administration est réuni en vue de statuer sur le projet d'offre publique d'achat (l'"Offre") initiée par la société Andromède ("Andromède" ou l'"Initiateur") visant les actions de la Société et les obligations remboursables en actions de la Société ("ORA").

Le président rappelle que le conseil d'administration, réuni le 28 mars 2013, a décidé, à l'unanimité, de nommer le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Bruno Husson, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF. A ce titre, il a établi un rapport d'expertise sur les conditions financières de l'Offre et de l'éventuel retrait obligatoire qui pourrait être mis en œuvre à l'issue de l'Offre.

Les administrateurs ont ensuite été invités à prendre connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur ;*
- le projet de note d'information en réponse de la Société, prévu par l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, qui sera remis à l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'Offre ;*
- le rapport de l'expert indépendant, établi par le cabinet Accuracy en application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, qui conclut que le prix offert par Action et par ORA présente un caractère équitable.*

Monsieur Bruno Husson, représentant le cabinet Accuracy, commente son rapport remis aux administrateurs et leur expose les diligences effectuées dans ce cadre.

Monsieur Bruno Husson procède ensuite à une lecture des conclusions de son rapport et indique qu'à l'issue de ses travaux, il constate que le prix offert par Action et par ORA, et les conditions financières

de l'éventuel retrait obligatoire qui pourrait être mis en œuvre à l'issue de l'Offre présentent un caractère équitable.

Le président du conseil d'administration remercie Monsieur Bruno Husson pour son exposé.

Le président rappelle que lors de sa réunion du 28 mars 2013, le conseil d'administration a constitué un comité de suivi composé exclusivement d'administrateurs indépendants², présidé par Monsieur Jacques Hérail, avec pour objet d'assurer la supervision de la mission de l'expert indépendant et d'en suivre le bon déroulement.

Monsieur Jacques Hérail rend compte au conseil de la mission du comité de suivi et indique que, dans le cadre de sa mission, le comité de suivi n'a pas relevé d'éléments de nature, selon lui, à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

Les administrateurs ont procédé à un échange de vues sur l'ensemble des éléments qui viennent d'être présentés.

Le conseil d'administration relève que :

- l'Initiateur déclare qu'il entend poursuivre l'activité de la Société dans la continuité de sa stratégie de développement et d'investissement qui est actuellement la sienne en lui apportant les moyens financiers nécessaires à ces objectifs, dont notamment les investissements nécessaires à l'augmentation des capacités de production de la division Bouchage, et qu'il n'a pas l'intention de revendre sa participation au capital de la Société ;
- l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite du développement de l'activité de la Société et l'Initiateur n'envisage donc pas de modifier la politique de ressources humaines et la gestion des effectifs d'OENEO; les salariés continueront de bénéficier du même statut individuel et collectif ;
- le prix de l'offre publique d'achat de 3,20 euros par Action fait ressortir une prime de 17% par rapport au cours de clôture des actions de la Société de 2,73 euros au 26 avril 2013, étant précisé que ce chiffre sera mis à jour dans la note en réponse en fonction du cours du clôture de ce jour ; la prime s'établit à 22% par rapport à la moyenne des cours pondérés des volumes sur le mois précédant l'Offre et également à 22% par rapport à la moyenne des cours pondérés des volumes sur les trois mois précédant l'Offre ;
- le prix de l'offre publique d'achat de 97,31 euros par ORA fait ressortir une prime de 26 % par rapport au cours de clôture des ORA de la Société de 77,48 euros au 26 avril 2013, étant précisé que ce chiffre sera mis à jour dans la note en réponse en fonction du cours du clôture de ce jour ; la prime s'établit à respectivement 32% par rapport la moyenne des cours pondérés des volumes sur le mois précédant l'Offre et à 30% par rapport la moyenne des cours pondérés des volumes sur les trois mois précédant l'Offre ;
- l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate, pour l'ensemble des actionnaires et des obligataires de la Société, plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'offre publique et dans des conditions jugées équitables.

Après avoir pris connaissance des termes de l'Offre et après en avoir délibéré, le conseil d'administration :

- considère que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;

² Le comité de suivi comprend Monsieur Henri Vallat, Madame Angela Muir, Monsieur François Glémet, Monsieur Jacques Hérail, et la société Paternot Conseil et Investissement, représentée par Monsieur Thierry Paternot.

- *approuve, à l'unanimité, le projet d'Offre tel que décrit dans le projet de note d'information d'Andromède, suivi le cas échéant d'une procédure de retrait obligatoire ;*
- *approuve le projet de note en réponse établi par la Société ;*
- *recommande aux actionnaires et aux obligataires qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs titres à l'Offre ; et*
- *décide que les Actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre. »*

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'OENEO ET INTENTION DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Chacun des membres du conseil d'administration de la Société présents lors de la réunion du 29 avril 2013 ont exprimé leur intention d'apporter ses Titres à l'Offre, à l'exception de Monsieur Hervé Claquin qui, tout en réitérant son soutien à l'Offre, a fait part de son intention de conserver les Titres qu'il détient en raison de ses contraintes patrimoniales personnelles.

Le conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre les Actions auto-détenues par la Société.

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

La Société n'a connaissance d'aucune clause d'accord conclu par les personnes concernées ou leurs actionnaires susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1. Structure et répartition du capital de la Société

Le capital social d'OENEO est fixé à 54.930.272 euros. Il est divisé en 54.930.272 actions ordinaires, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A ce jour, l'Initiateur détient directement 20.832.302 Actions, représentant au 24 avril 2013 37,92% du capital et des droits de vote sur la base d'un nombre total de 54.930.272³ Actions représentant autant de droits de vote de la Société en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, ainsi que 134.929 ORA, susceptibles de donner lieu à l'émission de 4.047.870 Actions nouvelles.

Il est rappelé qu'au cours des douze mois précédant le dépôt du projet d'Offre, Andromède n'a acquis directement et/ou indirectement aucune action, ni ORA. Toutefois, elle a converti entre le 1^{er} avril 2012 et le 24 avril 2013, 64.385 ORA ayant donné lieu à l'émission de 1.931.550 Actions.

A la date de dépôt du projet de note en réponse, la répartition du capital et des droits de vote d'OENEO est la suivante :

³ A la date du 24 avril 2013

Actionnariat	Nombre d'Actions	% du capital social	Nombre de droits de vote***	% des droits de vote***
Andromède	20 832 302	37,92%	20 832 302	37,92%
Amiral Gestion*	4 035 830	7,35%	4 035 830	7,35%
Amplegest**	2 802 376	5,10%	2 802 376	5,10%
Auto-détention	233 499	0,43%	233 499	0,43%
Public	27 026 265	49,20%	27 026 265	49,20%
TOTAL	54 930 272	100,00%	54 930 272	100,00%

* En date du 25 janvier 2013, et conformément aux dispositions statutaires d'OENEO en matière de déclaration de franchissement de seuils, la société Amiral Gestion (9 avenue Percier, 75008 Paris), agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en baisse ce même jour le seuil de 7,5% du capital et des droits de vote d'OENEO et détenir, à cette date, pour le compte desdits fonds, 4.035.830 Actions représentant autant de droits de vote.

** Par courrier reçu le 27 février 2013, la société Amplegest, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré à l'AMF avoir franchi en hausse, le 26 février 2013, les seuils de 5% du capital et des droits de vote d'OENEO et détenir, pour le compte desdits fonds, 2.802.376 Actions.

*** Le nombre de droits de vote théorique est calculé sur la base de l'ensemble des Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les Actions privées de droits de vote, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

6.2. Obligations remboursables en Actions

La Société a émis en date du 22 décembre 2009 un emprunt obligataire représenté par 559.127 ORA de 36 euros de nominal représentant une émission d'une valeur nominale de 20.128.572 euros. Les caractéristiques des ORA sont les suivantes :

Echéance	31 mars 2017
Intérêt annuel	7%, payable annuellement au 1 ^{er} avril de chaque année, soit 2,52 euros par ORA et par an
Ratio de remboursement	30 Actions pour 1 ORA
Amortissement normal	En totalité le 31 mars 2017 par remboursement en Actions
Amortissement anticipé au gré de la Société	A tout moment, pour tout ou partie des ORA, sans limitation de prix ni de quantité, par rachats en bourse ou hors bourse ou par offres de rachat ou d'échange
Amortissement anticipé au gré des titulaires d'ORA	À tout moment jusqu'au 31 mars 2017 à raison de 30 Actions par ORA, par émission d'Actions nouvelles
Amortissement en cas de changement de contrôle	Il n'existe pas de clause d'amortissement anticipé en cas de changement de contrôle

L'Initiateur détient 134.929 ORA, susceptibles de donner lieu à l'émission de 4.047.870 Actions. A la connaissance de l'Initiateur, et compte tenu des amortissements qui ont déjà eu lieu, il reste à la date du dépôt du projet d'Offre 52.019 ORA en circulation autres que les ORA détenues par l'Initiateur.

Les termes et conditions des ORA prévoient que les actions nouvelles émises en remboursement des ORA seront des actions ordinaires de même catégorie que les Actions existantes, qui seront soumises à toutes les stipulations des statuts. Les ORA ne font l'objet d'aucune restriction particulière.

6.3. Actions attribuées gratuitement

La Société a mis en place plusieurs plans d'attributions gratuites d'Actions en 2008, 2009, 2010, 2011 et 2012 (les « **Actions Gratuites** »). Le tableau ci-dessous présente un récapitulatif des Actions Gratuites non encore attribuées ou attribuées mais en cours de période de conservation à la date de la présente note en réponse :

Plan d'attribution gratuite d'actions	Nombre d'Actions attribuées	Date d'attribution	Fin de la période de conservation
Plan n°4 du 12 juin 2009	76.313 ^(a)	12 juin 2011	12 juin 2013
Plan n°5 du 21 juillet 2010	78.260 ^(b)	21 juillet 2012	21 juillet 2014
Plan n°6 du 20 juillet 2011	79.000 ^(c)	20 juillet 2013	20 juillet 2015
Plan n°7 du 20 juillet 2012	93.500	20 juillet 2014	20 juillet 2016

(a) Soit 97.362 Actions Gratuites attribuées initialement dont 21.049 sont ultérieurement devenues caduques.

(b) Soit 121.396 Actions Gratuites attribuées initialement dont 43.136 sont ultérieurement devenues caduques.

(c) Soit 101.500 Actions Gratuites attribuées initialement dont 22.500 sont ultérieurement devenues caduques.

En conséquence, à compter du 12 juin 2013, les Actions Gratuites attribuées au titre du plan n°4 seront cessibles et, à compter du 20 juillet 2013, un total de 157.260 Actions Gratuites seront en période d'incessibilité (les « **Actions Gratuites Incessibles** »).

Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les 157.260 Actions Gratuites Incessibles ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Les titulaires d'Actions Gratuites dont la période d'acquisition ou de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Ré-ouverte) ou à la date du retrait obligatoire bénéficieront d'un mécanisme de liquidité.

L'Initiateur s'engage, si les Actions ne sont plus admises aux négociations, à acquérir lesdites Actions Gratuites dans les conditions décrites ci-après.

Ce mécanisme de liquidité prendrait la forme d'un contrat synallagmatique stipulant (i) une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au profit de l'attributaire ou du titulaire concerné et (ii) une promesse de vente consentie par l'attributaire ou le titulaire concerné au profit de l'Initiateur, exerçables successivement à l'issue des délais d'indisponibilité applicables respectifs.

L'acquisition de ces Actions Gratuites dans le cadre de chacune des promesses d'achat ou de vente selon le cas, se ferait moyennant le paiement en espèces d'un prix par Action calculé (sous réserve des ajustements qui peuvent être requis pour prendre en compte et/ou neutraliser les effets de certaines opérations éventuelles portant sur les capitaux propres de la Société) [sur la base de critères cohérents avec ceux utilisés pour déterminer le prix de l'Offre].

6.4. Restrictions statutaires et conventionnelles à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions

6.4.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions de la Société

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions.

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

A la date de la présente note en réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition portant sur au moins 0.5% du capital ou des droits de vote de la Société.

6.4.3. *Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote*

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

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

A la connaissance de la Société, à la date de dépôt du projet de note en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué au point 6.1 ci-dessus.

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

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux, sous réserve des droits de vote double prévus par l'article 27-II des statuts de la Société aux termes duquel, notamment, un droit de vote double de celui attribué aux autres Actions est conféré, sur demande de l'actionnaire concerné, à toutes les Actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

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

Néant.

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

Aucune clause statutaire ne prévoit ni en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration, ni en matière de modification des statuts, de dispositions différentes de celle prévues par la loi.

6.9. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le conseil d'administration dispose à ce jour des autorisations ou délégations de compétence suivantes, consenties par l'assemblée générale des actionnaires du 20 juillet 2012 :

- Autorisation de réduire le capital social par voie d'annulation d'Actions, étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite de 10% du capital social existant à la date de l'opération et pour une durée de vingt-quatre mois et expirera le 20 juillet 2014 ;

- Délégation de compétence afin d'émettre des valeurs mobilières donnant droit à des titres de créances ou augmenter le capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, étant rappelé que le montant nominal des valeurs mobilières représentatives de créance donnant accès au capital ainsi émises ne pourra excéder 110.000.000 d'euros ou leur contrevalet en euros à la date de la décision d'émission, et que le montant total des augmentations de capital en numéraire susceptibles d'être réalisées immédiatement et/ou à terme en vertu de la présente délégation, ne pourra être supérieur à 22.000.000 d'euros en nominal. Cette autorisation est accordée pour une durée de vingt-six mois et expirera le 20 septembre 2014 ;
- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription, étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite d'un montant nominal global d'augmentation de capital de 22.000.000 d'euros, le montant nominal des valeurs mobilières représentatives de créance donnant accès au capital émises ne pouvant excéder 110.000.000 d'euros. Cette autorisation est accordée pour une durée de vingt-six mois et expirera le 20 septembre 2014 ;
- Délégation de compétence afin d'émettre des valeurs mobilières donnant droit à des titres de créance ou augmenter le capital dans le cadre d'une offre visée au II de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier, avec suppression du droit préférentiel de souscription, étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite d'un montant nominal global d'augmentation de capital de 20% du capital social, le montant nominal des valeurs mobilières représentatives de créance donnant accès au capital émises ne pouvant excéder 110.000.000 d'euros. Cette autorisation est accordée pour une durée de vingt-six mois et expirera le 20 septembre 2014 ;
- Autorisation pour, en cas d'émission sans droit préférentiel de souscription, fixer le prix selon les modalités fixées par l'assemblée générale, dans la limite de 10 % du capital social ;
- Autorisation d'augmenter le montant des émissions en cas de demandes excédentaires portant sur la délégation d'augmentation du capital avec maintien ou suppression de droit préférentiel de souscription dans la limite de 15% de l'émission initiale, étant rappelé que cette autorisation a été donnée pour une durée de vingt-six mois et expirera le 20 septembre 2014 ;
- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes d'émission étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite du montant des réserves disponibles et pour une durée de vingt-six mois et expirera le 20 septembre 2014 ;
- Délégation de compétence afin d'émettre des actions ordinaires ou des valeurs mobilières donnant accès au capital, sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital, dans la limite de 10% du capital social. Cette autorisation est accordée pour une durée de vingt-six mois et expirera le 20 septembre 2014 ;
- Autorisation d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires réservées aux salariés adhérents d'un Plan d'Epargne d'Entreprise avec suppression du droit préférentiel de souscription, en application des articles L. 3332-18 et suivants du Code de commerce, étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite d'un montant nominal global de 400.000 euros, pour une durée de vingt-six mois et expirera le 20 septembre 2014 ;
- Autorisation de procéder à l'attribution gratuite d'actions ordinaires existantes ou à émettre au profit des membres du personnel salarié de la Société ou de certaines catégories d'entre eux, et/ou au profit des dirigeants visés à l'article L. 225-197-1 II du code de commerce, le nombre total d'actions ordinaires attribuées ne pouvant excéder 500.000 actions ordinaires composant le capital social au jour de l'attribution gratuite des actions par le conseil d'administration. Cette autorisation est accordée pour une durée de trente-huit mois et expirera le 20 septembre 2015.

93.500 Actions Gratuites ont été attribuées au titre de cette autorisation le 20 juillet 2012.

A l'exception de l'autorisation de procéder à l'attribution d'Actions Gratuites ci-dessus, aucune de ces délégations n'a été utilisée à ce jour.

6.10. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par OENEO ou l'exercice de clauses de changement de contrôle, pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

6.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

La Société n'a conclu aucun accord avec les membres du conseil d'administration ou les salariés prévoyant des indemnités s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Expertise Indépendante

dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par Andromède
sur les actions et les obligations remboursables en actions Oeneo

Avril 2013

Transaction Support & Advisory

Forensics, Litigation & Arbitration

Valuation & Fairness Opinion

Corporate Recovery Services

Economics & Business Analysis

Expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par Andromède sur les actions et les obligations remboursables en actions d'Oeneo SA

Oeneo SA (ci-après « Oeneo », « la Société » ou « le Groupe »), société cotée au compartiment C de la bourse de *NYSE Euronext Paris* est contrôlée par la société *Andromède SA*, holding patrimonial de la famille Hériard Dubreuil, qui détient environ 38% du capital de la Société. Le principal actif d'*Andromède SA* est le contrôle majoritaire qu'il détient, via le holding *Orpar*, dans le groupe *Rémy Cointreau*, également coté à la bourse de *NYSE Euronext Paris*.

Andromède SA (aussi désigné ci-après « *Andromède* » ou « l'Initiateur ») souhaite lancer prochainement une offre publique d'achat (« l'Offre ») sur la totalité des actions ordinaires et des obligations remboursables en actions (« les ORA ») d'Oeneo et mettre en œuvre à l'issue de l'Offre, si les résultats le permettent, une procédure de retrait obligatoire. Les prix unitaires proposés par l'Initiateur pour les deux catégories de titre (ci-après « les Prix d'Offre ») sont respectivement de 3,20 € et de 97,31 € pour les actions et les ORA.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, la Société a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des prix proposés par l'initiateur de l'Offre aux actionnaires minoritaires de la Société (« les Actionnaires Minoritaires ») et aux porteurs d'ORA. Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de trois des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF.

- (i) « *La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* » (alinéa I - 1°).
- (ii) « *Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre* » (alinéa I – 5°).
- (iii) « *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire* » (alinéa II).

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Ce rapport est structuré en cinq parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. Après une présentation succincte de la Société et une analyse de la vie boursière du titre *Oeneo* sur la période récente, la seconde partie porte sur le contexte de l'Offre et en examine les conséquences sur les contours de la mission d'*Accuracy*. La troisième partie détaille

les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions et des ORA, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La quatrième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré dans le cadre de l'Offre par *DC Advisory*, conseil de l'Initiateur (ci-après désigné « le Conseil »), et revu par Crédit du Nord et Société Générale, banques présentatrices de l'Offre. La cinquième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les différents porteurs de titres visés dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire.

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise, codétenue par ses Associés et le groupe *Aon*, numéro un mondial du courtage d'assurances et de réassurances. Implantée en Europe, Amérique du Nord et en Inde, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 200 consultants (dont une centaine à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, *Accuracy* a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis avril 2011				
Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
avr.-13	Plantation des Terres Rouges	Bolloré	Retrait Obligatoire (Bourse de Luxembourg)	Mediobanca
avr.-12	Entrepose Contracting	Vinci	Offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire	Crédit Agricole CIB
sept.-11	Delachaux	Sogrepar	Offre publique d'achat simplifiée	Deutsche Bank et HSBC France
avr.-11	Rhodia	Solvay	Offre publique d'achat	Morgan Stanley

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, exigé par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par Bruno Husson (Associé). Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il est également Professeur Affilié du Groupe HEC, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.

L'équipe associée à cette mission comprend en outre une consultante diplômée d'HEC et d'un consultant junior diplômé de l'ESCP disposant respectivement d'une expérience de cinq ans et deux ans dans le domaine du conseil financier. Enfin, Henri Philippe (Associé) a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

1.3. Déclaration d'indépendance

Dans le même temps où *Accuracy* était pressenti, à travers la personne de Bruno Husson, pour agir comme expert indépendant dans le cadre de l'Offre, un autre associé d'*Accuracy* était contacté par la Société, à l'initiative d'un conseil juridique, pour l'assister dans la mise en place d'un schéma d'intéressement au niveau des filiales de la Société destiné aux dirigeants opérationnels. Cette dernière mission, en cours de réalisation à la date de signature du présent rapport, s'inscrit dans le cadre d'une activité très récurrente du cabinet relative à la configuration et l'évaluation de *management package* et donnera lieu au paiement d'honoraires forfaitaires de l'ordre de 40 k€. Ce montant n'est pas de nature à remettre en cause notre indépendance et notre objectivité dans le cadre de l'exécution de la présente mission.

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante) et nonobstant la mission évoquée ci-dessus, *Accuracy* atteste « *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 lors de l'exercice de sa mission* ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 95 000 € hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaborée par l'Initiateur et ses conseils ; analyse du contexte de l'Offre, notamment de la vie boursière de l'action sur la période récente et de la liquidité du marché du titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers ;
- entretiens avec des représentants de *DC Advisory*, banque conseil d'*Andromède* ;
- analyse financière historique de la Société et d'un échantillon de sociétés cotées comparables à partir des documents de référence ou rapports annuels de la période récente ;
- analyse des prévisions élaborées par le management de la Société sur la période mars 2014 - mars 2017 ;
- entretiens avec les dirigeants opérationnels de la Société (présentation du portefeuille d'activités de la Société et, pour chacune des branches d'activité,

présentation de l'historique, du potentiel de développement, du positionnement concurrentiel actuel et futur, etc.) ;

- examen critique des références d'évaluation représentées par le cours de bourse et les prix cibles (*target price*) des analystes financiers ;
- évaluation des actions de la Société à partir d'une évaluation distincte des trois branches d'activité et du holding de la Société, selon une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et, dans la mesure du possible, des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) ;
- dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches, examen approfondi des éléments d'actif et de passif ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres ;
- dans le cadre de la méthode DCF, estimation des différents paramètres avec une attention particulière portée aux modalités de calcul de la valeur terminale des trois branches d'activité et à la détermination des taux d'actualisation applicables ;
- dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, pour chacune des branches d'activité évaluée, identification du sens et de l'importance des biais induits par les différences existant entre le pôle d'activité considéré et les sociétés « comparables » retenues et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes ;
- analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles des différentes branches d'activité de la Société ;
- analyse critique du rapport d'évaluation communiqué par le Conseil ;
- entretiens/séances de travail avec les administrateurs indépendants de la Société ;
- rédaction du présent rapport d'expertise et présentation de ses conclusions au conseil d'administration de la Société lors de sa séance du 29 avril 2013.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 28 mars 2013, date de notre désignation par le conseil d'administration de la Société, au 29 avril 2013, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des contacts réguliers avec des représentants de *DC Advisory*, conseil d'*Andromède*. Nous avons également eu plusieurs réunions de travail avec l'équipe dirigeante de la Société qui nous a notamment donné sa vision de la position concurrentielle actuelle et future de la Société sur ses différents marchés. Enfin, nous avons rencontré à plusieurs reprises le « Comité de suivi », composé exclusivement d'administrateurs indépendants de la Société, mis en place le 28 mars 2013 par le conseil d'administration de la Société lors de notre nomination comme expert indépendant.

1.5.3. Liste des principales personnes rencontrées au cours de la mission

- Hervé Dumesny, Directeur Général Délégué, *Andromède* et Directeur Général Adjoint – Finance, *Oeneo*
- Marie-Amélie Jacquet, Directeur Corporate Finance, *Andromède*
- Nicolas Mähler-Besse, Directeur Général Seguin-Moreau, *Oeneo*
- Grégoire Chové, Directeur Général Adjoint Seguin-Moreau, *Oeneo*
- Dominique Tourneix, Directeur Général Diam Bouchage, *Oeneo*
- Bruno de Saizieu, Directeur Commercial Marketing Diam Bouchage, *Oeneo*
- Philippe Doray, Directeur Contrôle Groupe, *Oeneo*
- David Bénin, Associé Gérant, *DC Advisory*
- Thierry Marie, Directeur, *DC Advisory*
- Administrateurs indépendants d'*Oeneo*, membres du Comité de suivi : Jacques Hérail (Président), François Glémet, Angela Muir, Thierry Paternot et Henri Vallat.

1.5.4. Informations utilisées

Outre les informations publiques disponibles, nos travaux se sont appuyés sur les informations confidentielles communiquées par la Société et son conseil.

Les principales informations utilisées peuvent être classées comme suit :

- rapports annuels de la Société (exercices clos au 31 mars 2012 et antérieurs), ainsi que les documents de référence ou rapports annuels des sociétés cotées comparables ;
- arrêté consolidé provisoire non audité au 31 mars 2013 ;
- projet de note d'information établi par l'Initiateur ;
- plan d'affaires mars 2014 - mars 2017 élaboré par le management de la Société ;
- études et notes publiées par des analystes financiers sur la Société au cours de la période récente ;
- rapport d'évaluation communiqué par le Conseil ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg*, *et Mergermarket* : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables pour l'estimation du coefficient bêta du portefeuille d'activités de la Société, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles clés des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières, données de marché pour la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables (prix des transactions, éléments financiers des cibles, multiples implicites des opérations identifiées).

1.5.5. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) que la Société ou son conseil nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par le management de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de chaque branche d'activité, des explications orales données par le management sur leurs perspectives de développement et des performances globales observées sur les sociétés cotées comparables.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

2. Contexte de l'Offre

2.1. Caractéristiques du portefeuille d'activités de la Société à la veille de l'Offre

2.1.1. Un portefeuille d'activités axé sur le bouchage et la tonnellerie

Le Groupe *Oeneo* trouve son origine dans deux opérations de croissance externe successives. La première, qui donne naissance en 1999 au groupe *Diosos*, est le rapprochement des tonnellerie *Radoux* et *Seguin-Moreau* (société alors détenue majoritairement par *Rémy Cointreau*), deux sociétés introduites un an auparavant à la bourse de Paris. La seconde, réalisée en 2000, est le rapprochement de *Diosos* avec *Sabaté*, société spécialisée dans le bouchage et cotée en bourse depuis 1994. Plus récemment en 2008, la Société a renforcé son offre de produits connexes au métier de la tonnellerie en achetant, auprès de la société *Viveyls*, 49% du capital de *Boisé France*, société spécialisée dans les produits alternatifs pour l'élevage du vin ; *Oeneo* a la ferme intention d'exercer les deux options d'achat dont elle bénéficie sur le solde (une première option sur 2% à échéance septembre 2013 et une seconde sur les 49% restant à échéance septembre 2015), ce qui lui permet de consolider l'entité par intégration globale.

L'organisation opérationnelle et financière du Groupe s'articule aujourd'hui autour de deux divisions principales.

- La division Bouchage (ou « Diam Bouchage ») a pour vocation la fourniture de solutions de bouchage pour vins tranquilles et effervescents, et spiritueux. Cette division a effectué un tournant stratégique en 2004 avec l'abandon des bouchons traditionnels en liège naturel au profit des bouchons technologiques fabriqués à partir de liège micro-aggloméré et purifié (Gamme Revtech correspondant à un procédé de purification à la vapeur d'eau et Gamme Diamant correspondant à un traitement breveté et optimisé par purification au CO₂ supercritique).
- La division Tonnellerie regroupe, depuis la cession de *Radoux* intervenue en mars 2012, l'activité de fabrication et de commercialisation de tous types de fûts et grands contenants haut-de-gamme sous la marque *Seguin-Moreau*, ainsi que l'activité de fabrication de produits alternatifs de boisage sous la marque *Boisé France*. Bien que réunies au sein d'une même division, *Seguin-Moreau* et *Boisé France* sont gérées par des équipes de direction distinctes et présentent des caractéristiques opérationnelles bien différentes, ce qui nous a conduits à analyser les deux activités séparément (cf. *infra*).

Au cours des dernières années, le poids relatif de chacune des deux divisions au sein du Groupe s'est progressivement inversé. En 2006, le chiffre d'affaires d'*Oeneo* provenait à plus de 60% de la division Tonnellerie, mais depuis lors, la contribution de la division Bouchage a fortement progressé grâce au développement rapide des ventes de bouchons technologiques et, plus récemment, du fait de la cession de *Radoux* qui générait en 2012 près du tiers du chiffre d'affaires de la division Tonnellerie. La division Bouchage génère ainsi aujourd'hui environ 60% du chiffre d'affaires du Groupe, devant l'activité tonnellerie sous marque *Seguin-Moreau* (ci-après « Seguin-Moreau », 36% du CA) et l'activité de Boisé France (4% du CA).

2.1.2. Des situations contrastées en termes de rentabilité et de perspectives de croissance selon les branches d'activités

Les trois branches d'activité (Diam Bouchage, Seguin-Moreau, Boisé France) ont trois points communs significatifs : (i) un positionnement sur le marché de niche des vins « premiums » (moins de 5% du marché du vin mondial en termes de volume pour le segment de marché où se positionne la division Tonnellerie d'Oeneo et 15%-20% du marché pour le segment où se situe la division Bouchage), (ii) une clientèle extrêmement fragmentée (composée essentiellement de propriétaires producteurs, négociants éleveurs et coopératives de production), (iii) un levier opérationnel élevé en raison du poids relatif important des charges de structure. Elles présentent cependant des profils de rentabilité et des perspectives de croissance bien différents.

Diam Bouchage

Diam Bouchage, qui occupe aujourd'hui une position de leader mondial des bouchons technologiques, est parvenue en quelques années à implanter ses produits avec succès sur le segment des vins moyen-haut de gamme. Grâce à ses technologies brevetées qui garantissent l'absence de « goût de bouchon » et de tout autre goût parasitaire (et donc une qualité constante d'une bouteille à l'autre pour une cuvée identique), la division Bouchage dispose aujourd'hui d'un avantage concurrentiel fort. Elle subit néanmoins sur ses produits entrée-de-gamme la concurrence des fabricants de bouchons en liège synthétique et de capsules à vis, proposés à des prix plus bas, et commence à pénétrer le marché des vins très haut-de-gamme où les acteurs restent attachés au liège naturel et sont peu sensibles au prix.

Grâce à une marge opérationnelle élevée, la division Bouchage bénéficie aujourd'hui d'un bon niveau de rentabilité des capitaux employés (ROCE), et ceci malgré les investissements significatifs réalisés au cours des dernières années pour développer la capacité de production (construction d'une première usine en 2003-05, puis d'une seconde en 2010-11). S'agissant des perspectives de développement, le management entend profiter de l'avance technologique des produits et de l'échéance encore lointaine de l'extinction du principal brevet (2020) pour poursuivre une stratégie de conquête de parts de marché, tout particulièrement vers le segment des vins très haut-de-gamme. Dans un contexte de forte concurrence, l'objectif est notamment de préserver les niveaux de marge brute de la division grâce à un effet mix favorable. Conséquence de ce choix stratégique, le management a décidé d'accroître de moitié la capacité de production de la division grâce à la construction d'une nouvelle usine (Diamant III) qui devrait entrer en activité à la fin de l'exercice 2015-16.

Au total, le management prévoit une croissance soutenue du chiffre d'affaires de la division sur toute la période du plan. Il s'agit essentiellement d'une croissance en volume, permise par les investissements de capacité prévus à court terme. Ces investissements, particulièrement lourds, vont peser à court terme sur la rentabilité comptable des capitaux engagés, en diminution sur la période du plan malgré l'augmentation anticipée de la marge d'EBITDA. Enfin, la part de marché visée au terme du plan sur le marché des vins moyen-haut-de-gamme (soit environ 30% d'un marché global de l'ordre de 3-4 milliards de bouchons) nous semble raisonnable.

Seguin-Moreau

La situation de Seguin-Moreau diffère de celle de Diam Bouchage à plus d'un titre. Au début des années 2000, Seguin-Moreau avait répondu à la forte augmentation de la demande de barriques en réduisant le temps de séchage des merrains, ce qui avait provoqué par la suite de sérieux problèmes de qualité. L'image de cette marque ancienne au savoir-faire ancestral en avait été durablement affectée et la Société avait alors enregistré une baisse importante de son volume d'affaires.

Aujourd'hui, avec la disparition de ces problèmes de qualité, Seguin-Moreau a renoué avec la croissance, mais présente des niveaux de marge nettement inférieurs à ceux des autres grands acteurs du secteur de la tonnellerie, tel *Radoux*. Cette situation tient en partie au positionnement de la marque sur le haut et le très haut de gamme, qui réduit encore les possibilités d'industrialisation d'un processus de fabrication structurellement très artisanal. En outre, la tonnellerie est une activité fortement consommatrice de capitaux, non pas en raison des investissements à réaliser dans les équipements industriels, mais en raison du niveau particulièrement élevé des stocks de matières premières et produits semi-finis, conséquence de la nécessaire sécurisation de l'approvisionnement en bois et surtout du temps de séchage des merrains (18 à 24 mois). Dans ces conditions, Seguin-Moreau dégage aujourd'hui sur les capitaux employés un niveau de rentabilité relativement modeste qui ne lui permet pas d'atteindre son point mort financier (ROCE inférieur au coût du capital).

Dans son plan d'affaires, le management de Seguin-Moreau anticipe une croissance modérée du chiffre d'affaires (croissance en volume exclusivement), mais vise une amélioration très significative de la marge opérationnelle. L'objectif affiché est d'atteindre d'ici quatre ans un niveau de marge d'EBITDA en ligne avec celui des meilleurs du secteur grâce à des investissements de rénovation de l'atelier, mais surtout grâce à la rationalisation du processus de production (réduction du temps de fabrication, amélioration du rendement matière).

Boisé France

Boisé France, dont les produits constituent pour les producteurs de vins une alternative moins coûteuse à l'élevage en fût, a connu un essor important sur la période récente. La société, encore détenue à 51% par *Vivelys*, fournit à ses clients une offre couplée de prestations de conseil (assurées par les experts *Vivelys*) et de produits de boisage sous marque Boisé France.

Boisé France parvient ainsi à générer une marge opérationnelle nettement supérieure à celle des autres branches d'activités. Compte tenu d'une intensité capitalistique plus faible, son niveau de rentabilité sur capitaux employés est également le plus haut du Groupe. Au vu du caractère encore peu mature de ce marché, le management de Boisé France anticipe sur les prochaines années une poursuite du rythme de croissance soutenu observé ces dernières années, ainsi qu'une amélioration de la marge opérationnelle grâce à une meilleure absorption des charges de structure.

Holding

Dans le plan d'affaires du management, les prévisions relatives aux trois branches d'activité ne comprennent pas le coût des fonctions centrales du Groupe dont une fraction est assurée par des salariés d'*Andromède* (refacturés au coût réel à la Société).

2.1.3. Des éléments de risque non pris en compte dans le plan d'affaires du management

Comme nous venons de le voir, les prévisions du management de la Société sur chacune des branches d'activités semblent réalistes et ne reflètent pas un scénario ostensiblement optimiste ou volontariste. Cependant, le scénario unique qui a été établi ne prend pas en compte la probabilité d'occurrence d'une évolution fortement dégradée, voire d'un « événement catastrophe ». Or, comme expérimenté par la Société dans un passé récent, dans ce secteur d'activité très spécifique, tout incident peut entamer durablement l'image de marque d'un fournisseur et impacter immédiatement le volume de ventes. La probabilité d'occurrence de ce type d'événement est certes difficile à apprécier, mais compte tenu de l'amplitude des effets induits, elle ne peut être ignorée dans l'évaluation des différentes branches d'activités du Groupe.

Quelle que soit la branche d'activité considérée, la stratégie dessinée dans le plan d'affaires du management comporte ainsi divers risques d'exécution.

- Diam Bouchage : en dépit de l'expérience accumulée avec les unités Diamant 1 et Diamant 2, la construction de la nouvelle usine Diamant 3 visant à augmenter de moitié les capacités de production représente un challenge à relever.
- Seguin-Moreau : le redressement de la profitabilité anticipé devrait certes s'appuyer sur le modèle mis en œuvre avec succès par *Radoux*, mais le facteur humain reste critique pour la réussite du projet.
- Boisé France : le rachat prévu à l'horizon 2015 de la totalité des titres détenus par *Vivelys* soulève certaines interrogations quant à la bonne intégration au sein du Groupe d'une entité qui est aujourd'hui gérée de façon totalement indépendante. En particulier, la disparition des liens capitalistiques avec *Vivelys* pourrait entraîner une modification dans le processus de commercialisation des produits et provoquer une baisse des prix de vente, même si *Vivelys* s'est à ce jour engagée à continuer de fournir les prestations de conseil en échange d'une redevance prise en compte dans le plan d'affaires.

Par ailleurs, hormis les risques d'exécution évoqués ci-dessus, la division Bouchage encourt un risque significatif lié à un événement postérieur à l'horizon du plan d'affaires et qui de ce fait ne pouvait être pris en compte dans le jeu de prévisions du management. Il s'agit du risque que l'extinction du principal brevet en 2020 fera peser sur le niveau des prix de vente. La menace est d'autant plus forte que les barrières à l'entrée sur le segment du bouchon technologique sont relativement faibles pour un acteur déjà présent sur le segment plus large du bouchon en liège, mais cette menace pourra être contrebalancée en partie par la protection constituée par la marque que la Société aura pu construire à cet horizon.

L'existence de tous ces risques doit être prise en compte dans l'évaluation, de même que l'occurrence de scénarios plus favorables où ces risques ne se matérialisent pas.

2.1.4. Implications sur les travaux d'évaluation

Comme souligné plus haut, les branches d'activité du Groupe extériorisent des écarts significatifs sur les deux paramètres qui conditionnent au premier chef les flux de trésorerie futurs et donc leur valeur de marché : rentabilité et croissance des capitaux employés. Dès lors, nous estimons que l'évaluation du Groupe sera plus fiable si elle résulte de l'évaluation distincte de chacune des branches à partir de leurs caractéristiques propres que si elle repose sur une évaluation globale à partir d'un jeu unique de données prévisionnelles agrégées. En particulier, dans la mesure où le niveau de rente économique (i.e. écart entre rentabilité des capitaux employés et coût du capital ou « *excess return* ») varie d'une branche à l'autre, l'impact de la croissance endogène sur la valeur du Groupe apparaît difficile à appréhender à partir de données agrégées. Pour la même raison, une approche globale interdit pratiquement une démarche de calcul fondée sur le niveau de rente économique susceptible d'être conservée sur longue période.

Les travaux d'évaluation réalisés sur le Groupe ont donc été conduits au niveau des trois branches d'activité qui le composent, et ceci pour les trois méthodes d'évaluation mises en œuvre (i.e. méthode DCF, méthodes des comparables boursiers et méthode des transactions comparables). Cependant, en raison du nombre limité d'acteurs sur les segments de marché exploités par le Groupe dans chacun des trois pôles d'activité, le management entend maintenir la confidentialité des données sectorielles tant historiques que prévisionnelles. Dans la section à suivre relative à l'évaluation du Groupe, nous respecterons ce souci de confidentialité, si bien que nous ne communiquerons aucune des estimations individuelles de branche données par les différentes méthodes mises en œuvre, les seuls résultats présentés étant les estimations obtenues pour l'ensemble du portefeuille d'activités par sommation des estimations individuelles.

Par ailleurs, nous avons indiqué que le plan d'affaires du management ignorait certains éléments de risque relatifs aux différentes branches d'activité du Groupe.

- S'agissant des risques d'exécution, ils pourraient être pris en compte dans l'évaluation de chacune des branches d'activités en construisant le « scénario moyen » qui résulterait d'une pondération entre le scénario du plan d'affaires et un scénario dégradé simulant la survenance des risques d'exécution susmentionnés. Faute de disposer de ces scénarios dégradés, nous adopterons plus loin la solution alternative, habituellement mise en œuvre dans le cadre de la méthode DCF, qui consiste à intégrer ces risques via l'ajout d'une prime de risque spécifique dans le taux d'actualisation.
- S'agissant du risque relatif l'extinction, en 2020, du principal brevet de Diam Bouchage, il conviendra d'étendre la période de prévisions explicites au-delà de l'horizon du plan d'affaires (via la construction d'une « période d'extrapolation »), de simuler l'érosion potentielle des marges sur cette période et enfin d'intégrer l'intensité de la pression concurrentielle anticipée au terme de cette période dans le niveau de rente économique considéré pour le calcul de la valeur terminale.

La traduction concrète de ces questions méthodologiques sera détaillée plus loin dans la section consacrée à l'évaluation du titre *Oeneo* (cf. *infra*, section 3).

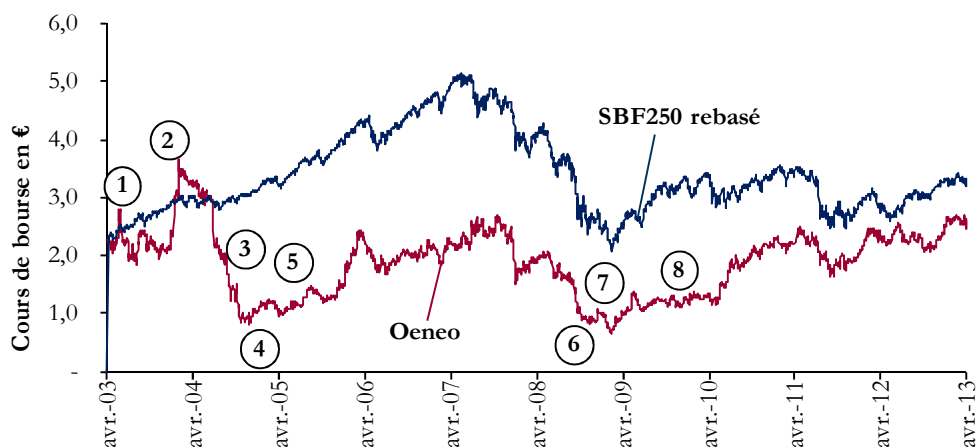
2.2. Caractéristiques du titre Oeneo

2.2.1. Evolution historique du cours sur les dix dernières années

Oeneo a été confrontée, entre 2001 et 2004, à des difficultés structurelles (problèmes de qualité ayant entraîné des litiges commerciaux, aujourd'hui totalement résolus) et conjoncturelles (hausse du prix du liège dans un contexte de surproduction). Face à ces difficultés, la société a procédé à une augmentation de capital de 14,5 m€ en juillet 2003 afin de financer les pertes d'exploitation et de réduire son levier financier. En outre, un plan social sur la branche tonnellerie (Seguin Moreau) a été annoncé en décembre 2003 et la Société placée sous mandat ad-hoc au cours de l'année 2004. L'évolution du cours de bourse a reflété ces importantes difficultés au cours de cette période, passant de 29,0 € en décembre 2000 à 0,8 € en décembre 2004.

Fin 2004, la Société a initié une réorientation stratégique baptisée « plan Phoenix ». Le principal changement a concerné la division bouchage, avec l'abandon de la fabrication et de la commercialisation des bouchons naturels et la concentration des investissements industriels et de l'action commerciale sur la fabrication de bouchons technologiques. Ce plan a permis de trouver un accord de refinancement auprès des banques en janvier 2005. A la même époque, le Groupe a également cédé près de 11 m€ d'actifs liés à la fabrication de bouchons naturels en janvier 2005, puis procédé en juin 2005 à une nouvelle augmentation de capital de 26,7 m€ afin de soutenir le développement de la gamme de bouchons technologiques. Au total, grâce à cette réorientation stratégique soutenue par la forte implication du groupe familial Hériard Dubreuil, le Groupe a renoué avec la rentabilité, ce qui s'est traduit par une remontée progressive du cours d'environ 1,0 € début 2005 à environ 2,5 € fin 2007.

Oeneo - Cours de bourse sur les 10 dernières années



Légende du graphique

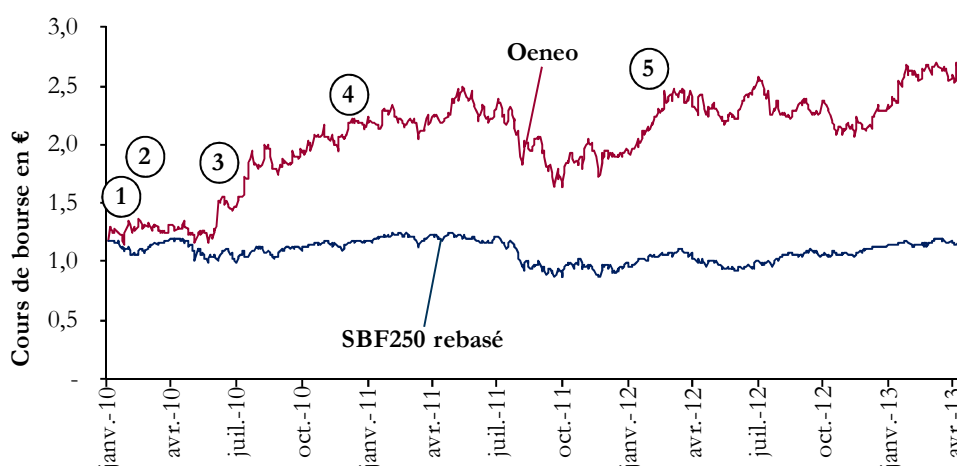
1. Juillet 2003 : augmentation de capital de 14,5 m€ afin de réduire le levier financier
2. Décembre 2003 : annonce du plan social chez Seguin Moreau
3. Octobre 2004 : réorientation stratégique - Mise en place du procédé Diam et décision de l'abandon de l'activité de bouchons naturels
4. Janvier 2005 : cession de 11 m€ d'actifs liés aux bouchons naturels
5. Juin 2005 : augmentation de capital de 26,7 m€ afin de soutenir le développement de l'activité de bouchons technologiques
6. Septembre 2008 : faillite de Lehman Brothers
7. Novembre 2008 : acquisition de 49% de Boisé France
8. Décembre 2009 : émission d'ORA pour un montant de 20,1 m€

La crise mondiale de 2008-2009 a été à l'origine de nouvelles difficultés pour *Oeneo*. La division tonnellerie a été particulièrement touchée, malgré l'ouverture d'un nouveau site en Bourgogne en juillet 2008 et l'acquisition de 49% de Boisé France en novembre 2008. Afin de consolider à nouveau sa structure financière, la Société a procédé en décembre 2009 à l'émission d'Obligations Remboursables en Actions (ORA) pour un montant de 20,1 m€. Conséquence de ces difficultés dans un marché boursier fortement baissier, le cours de l'action *Oeneo* a chuté de 2,5 € à 1,2 € entre janvier 2008 et décembre 2009, touchant un point bas en mars 2009 à 0,6 €.

2.2.2. Evolution du cours sur la période récente

Sur la période janvier 2010-avril 2013, le cours a été multiplié par plus de deux, passant de 1,2 € à 2,6 € dans un marché atone. Cette hausse s'explique notamment par les bonnes performances de l'activité Bouchage portée par la croissance des bouchons technologiques Diam. Relevons à cet égard, la focalisation encore accrue sur les bouchons technologiques consécutive à la cession, en février 2010, de la marque *Sibel* spécialisée dans les bouchons naturels pour vins effervescents, ainsi que l'accord exclusif conclu en janvier 2010 avec *G3 Enterprises*, un des principaux distributeurs américains de produits destinés au secteur vinicole. En mai 2010, la Société annonce le versement du premier dividende jamais versé depuis l'introduction en bourse. En février 2012, l'annonce de la cession de *Radoux* a un impact limité sur le cours de l'action mais provoque à court terme une augmentation significative des volumes d'échange (1,4 millions de titres échangés le 24 février 2012 contre un volume moyen quotidien de l'ordre de 65 000 titres sur les douze mois précédents). Enfin, en décembre 2012, la Société publie des résultats semestriels supérieurs aux attentes.

Oeneo - Cours de bourse depuis janvier 2010



Légende du graphique

1. Janvier 2010 : accord de distribution exclusif avec G3 Enterprises aux Etats-Unis sur les bouchons Diam
2. Février 2010 : cession de Sibel, marque spécialisée sur les bouchons naturels pour vins effervescents, pour 1,3 m€
3. Juin 2010 : publication des résultats de l'année 2009-2010, en forte hausse
4. Décembre 2010 : mise en place de l'équipe de direction actuelle

2.2.3. Liquidité du titre

La Société est cotée sur le compartiment C de la bourse *NYSE Euronext Paris*. Depuis septembre 2010, le titre *Oeneo* fait partie des indices *Cac Small* et *SBF 250*. Au 23 avril 2013, la capitalisation boursière s'élève à 144 m€, ce qui range la société dans la catégorie des petites valeurs (« *smallcaps* »).

Andromède, holding patrimonial de la famille Hériard Dubreuil, détient 38% du capital de la société (environ 42% après dilution consécutive à la conversion des ORA encore en circulation), le solde étant divisé entre le flottant (61%) et l'autocontrôle (1%). Toutefois, une douzaine d'investisseurs institutionnels détiennent des blocs d'actions significatifs qui représentent au total 32% du capital, ce qui réduit la taille du flottant effectif à 29% du capital non dilué, soit 41 m€ environ.

Malgré cette taille modeste, le titre est relativement liquide avec un volume échangé égal à 101% du flottant effectif sur les douze derniers mois. Il reste néanmoins que le volume d'échanges quotidien ne représente en moyenne guère plus de 300 k€.

Oeneo - Liquidité du titre

	Cours de bourse moyen en €	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			En m€
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant	
23/04/2013	2,64	94 658	0,2 %	94 658	0 %	1 %	0,3
Dernière semaine	2,57	67 779	0,1 %	338 894	1 %	2 %	0,9
Dernier mois	2,59	41 553	0,1 %	805 408	1 %	5 %	2,1
3 derniers mois	2,61	53 364	0,1 %	2 944 892	5 %	19 %	7,7
6 derniers mois	2,39	67 686	0,1 %	8 377 964	15 %	53 %	20,0
12 derniers mois	2,35	64 072	0,1 %	15 971 023	29 %	101 %	37,6

Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

Source : Bloomberg - 23/04/2013

2.3. Cours et liquidité des ORA

Le 22 décembre 2009, la société a procédé à l'émission d'un emprunt de 20,1 m€ sous la forme de 559 127 ORA cotées sur le compartiment obligataire de *NYSE Euronext Paris*. Le coupon annuel égal à 7% du nominal (36 €) est payable à terme échu, le 1^{er} avril de chaque année jusqu'au 1^{er} avril 2017, date de paiement du dernier coupon. Chaque ORA est remboursable à tout moment par remise de 30 nouvelles actions.

En théorie, en supposant une base de conversion de 1 action pour 1 ORA, la valeur de marché d'une ORA est égale à la valeur de marché d'une action augmentée d'un différentiel matérialisant l'écart de coupon (en termes de montant et de risque) entre l'ORA et l'action sur la période restant à courir entre la date d'évaluation et l'échéance de remboursement de l'ORA. Concrètement, pour obtenir une estimation de la valeur d'une ORA, il convient d'ajouter à la valeur estimée de l'action la différence entre la valeur actuelle, au coût de la dette (le seul risque portant sur le paiement du coupon des ORA est le risque de faillite de la société), des coupons versés au porteur d'ORA sur la période restant à courir jusqu'au remboursement et la valeur actuelle, au coût des capitaux propres, des dividendes anticipés sur la même période.

En pratique, depuis la date d'émission, l'évolution du cours de l'ORA est sans surprise en ligne avec l'évolution du cours de l'action. Cependant, le titre est très peu liquide, comme attesté par la faiblesse du volume d'échanges quotidien (169 titres en moyenne sur les douze derniers mois).

2.4. Appréciation du caractère équitable de l'Offre

2.4.1. Dans le seul cadre de la présente Offre

Comment qualifier la présente Offre au regard de la réglementation boursière ? Du point de vue de l'Initiateur, il s'agit d'une « offre volontaire » et non d'une « offre obligatoire » dans la mesure où aucune disposition réglementaire (franchissement d'un seuil réglementaire par exemple) n'oblige l'Initiateur à lancer une offre. Du point de vue des Actionnaires Minoritaires destinataires de l'Offre, il s'agit d'une offre « facultative » à laquelle ces actionnaires sont libres de répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres. Dans le cadre strict de l'Offre, comme nous l'avons rappelé en introduction du présent rapport, notre mission est motivée à un double titre : (i) à titre principal, par l'existence du conflit d'intérêt potentiel résultant de la position de l'Initiateur au sein du conseil d'administration de la Société, (ii) à titre accessoire, par l'existence de deux catégories de titres visés par l'Offre (actions ordinaires et ORA) et la possibilité d'une rupture dans l'égalité de traitement entre les porteurs des deux catégories de titres.

Dans ce contexte, notre rôle vis-à-vis de l'AMF est d'attester que le conflit d'intérêts potentiel susmentionné a été sans impact sur la détermination des Prix d'Offre et que les prix proposés pour les actions et les ORA n'induisent aucune inégalité de traitement entre les porteurs des deux catégories de titres. Concernant le premier point, nous n'avons décelé dans le cadre de notre mission aucun indice qui pourrait laisser penser que la position spécifique d'*Andromède* a eu un impact sur la fixation des Prix d'Offre. Bien au contraire, en application des principes de bonne gouvernance édictés par la recommandation de l'AMF du 27 juillet 2010, le conseil d'administration de la Société qui a procédé à la désignation d'*Accuracy* comme expert indépendant a parallèlement mis en place un Comité de suivi composé exclusivement d'administrateurs indépendants avec pour mission de s'assurer du bon déroulement notre mission. S'agissant du deuxième point, nous verrons plus loin que l'écart entre le prix proposé pour une ORA (soit 97,31 €) et sa contre-valeur en actions, compte tenu de la base de conversion (soit 30 actions pour une ORA) et du prix proposé pour une action (soit 3,20 €), correspond peu ou prou à l'écart de valeur théorique entre les deux catégories de titres, tel que défini plus haut à propos des caractéristiques de l'ORA (cf. *supra*, section 2.3).

2.4.2. Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire

Conformément à la réglementation boursière et si les résultats de l'Offre le permettent, l'Initiateur se réserve le droit de demander à l'AMF le retrait obligatoire des actions non apportées à l'Offre moyennant l'indemnisation de leurs titulaires sur la base du Prix d'Offre. Dans ce cas, les Prix d'Offre sont donc des prix

d'indemnisation dont l'équité doit être appréciée au regard des deux considérations suivantes.

- (i) Les Prix d'Offre doivent intégrer de façon satisfaisante la valeur des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires contrôlants actuels (i.e. le groupe familial Hériard Dubreuil) et conduite par le management en place (ci-après « Valeur Intrinsèque » des titres de la Société).
- (ii) Les Prix d'Offre doivent également intégrer la valeur des titres de la Société dans des scénarios alternatifs (par exemple, arbitrage d'actifs immobiliers ou de branches d'activité, cession du contrôle de la société). Plus précisément, ce prix doit refléter la valeur des titres obtenue en pondérant chacun des scénarios considérés (y compris celui défini par la Valeur Intrinsèque) par leur probabilité d'occurrence respective.

Dans la perspective d'un retrait obligatoire, le scénario alternatif qui doit être systématiquement analysé est la cession ultérieure du contrôle de la Société ou encore la vente d'une faction significative du portefeuille d'activités.

Or, dans le cas d'espèce, il convient tout d'abord de souligner que la probabilité d'un transfert du contrôle de la Société à court ou moyen terme apparaît faible. La preuve en est l'intention affichée par l'Initiateur de « pérenniser son contrôle sur *Oeneo* » (cf. note d'information, motifs de l'Offre). A cet égard, Monsieur François Hériard Dubreuil en sa qualité de mandataire d'*Andromède*, nous a confirmé dans une lettre d'affirmation qu'*Andromède* n'avait l'intention, dans un avenir prévisible, ni de céder le contrôle de la Société, ni de vendre la branche Diam Bouchage. Parallèlement, force est de reconnaître qu'il existe quelques acquéreurs industriels susceptibles de dégager des synergies en regroupant leurs activités propres avec celles de la Société et par suite de payer une prime pour l'acquisition du contrôle de la Société.

En résumé, le transfert du contrôle est susceptible d'extérioriser une prime par rapport à la Valeur Intrinsèque de la Société, mais la probabilité d'occurrence d'un tel événement, à court ou moyen terme, apparaît plutôt faible. Dès lors, il suffit que les Prix d'Offre affichent une légère prime par rapport aux estimations milieu de fourchette de la Valeur Intrinsèque des actions et des ORA pour que ces prix puissent être considérés comme des prix d'indemnisation équitables dans la perspective d'un retrait obligatoire.

La section 3 du présent rapport qui détaille les travaux d'évaluation réalisés sur les deux catégories de titres de la Société a pour objet d'examiner si cette condition est remplie ou non.

3. Evaluation des titres de la Société (actions et ORA)

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque des actions (et, à titre subsidiaire, des ORA) de la Société. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Comme indiqué dans la recommandation de l'AMF relative à l'expertise indépendante en date du 28 septembre 2006, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

3.1. Références d'évaluation disponibles

3.1.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable d'une entreprise n'est généralement pas considéré comme une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions, notamment parce qu'il n'intègre ni le goodwill généré en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation.

Dans le cas présent, l'actif net comptable consolidé ne peut constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque en raison de l'important potentiel de création de valeur résultant du bon niveau de la rentabilité des capitaux employés enregistré par deux des trois branches d'activité du Groupe.

3.1.2. Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas identifié sur la période récente de transactions significatives portant sur les actions de la Société (par exemple une augmentation de capital ou une cession d'un bloc de titres représentant plus de 10% du capital) et susceptibles de constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société.

3.1.3. Cours de bourse et prix cibles des analystes financiers

Comme indiqué plus haut, les conditions d'une bonne efficacité du marché du titre *Oeneo* ne sont pas réunies : taille modeste du flottant « réel », faible volume des échanges journaliers, auxquels s'ajoutent une relative complexité des métiers du Groupe et une communication au marché relativement limitée dans son contenu, en ligne avec la pratique générale des sociétés de cette taille. De telles caractéristiques limitent à l'évidence l'intérêt présenté par le suivi du titre pour les sociétés de bourse et les départements spécialisés des banques, ce qui explique le nombre très réduit d'analystes financiers publiant régulièrement sur la Société.

En effet, seuls deux analystes financiers suivent la valeur : *Gilbert Dupont* et *Arkeon Finance*, ce dernier ne publiant toutefois pas de prix cible. Sur les douze derniers mois,

les recommandations de ces deux analystes ont été constamment à l'achat, à l'exception d'un court passage à « Neutre » chez *Arkeon* en novembre 2012 durant les quelques jours précédant la publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2011-2012. Fin janvier 2013, *Gilbert Dupont* a relevé son objectif de cours de 3,00 € à 3,20 € sur la base des perspectives favorables présentées par le dernier trimestre de l'exercice 2012-2013, le prix cible étant stable depuis lors.

Au total, compte tenu des caractéristiques boursières de la Société décrites ci-dessus, nous considérons que le cours de bourse et les prix cibles des analystes financiers constituent certes des références incontournables dans le seul contexte de l'offre, mais nous en relativisons la pertinence dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire pour déterminer la Valeur Intrinsèque de la Société.

3.2. Méthodes d'évaluation mises en œuvre

3.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Nous avons indiqué plus haut les raisons qui nous conduisent, dans le cas présent, à adopter la démarche d'évaluation dite par « somme des parties ». Après l'évaluation séparée des trois branches d'activité et des coûts de holding du Groupe, cette démarche permet de déterminer, dans une deuxième étape, la valeur du portefeuille d'activités du Groupe (ou valeur d'entreprise), puis par solde avec la valeur de l'endettement financier net la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*).

Les méthodes mises en œuvre (ou pour le moins examinées) pour l'évaluation des trois branches d'activité sont les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères. Ces méthodes relèvent de deux approches complémentaires de l'évaluation d'entreprises : (i) l'approche intrinsèque fondée sur la méthode DCF, (ii) l'approche analogique fondée sur la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables.

3.2.2. Eléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Comme indiqué par le tableau ci-après, les éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres recouvrent l'endettement financier net (hors ORA) au 31 mars 2013 et les « autres actifs et éléments de passif à caractère de dette ».

Oeneo - Autres actifs et passifs à caractère de dette 31 mars 2013**En M€**

Autres actifs et éléments de passif à caractère de dette	(0,3)
- Dette financière nette au 31 mars 2013 (hors ORAs)	6,5
= Autres actifs et passifs à caractère de dette au 31/03/2013	(6,8)

Cette deuxième composante regroupe les éléments suivants.

- Ajustement du BFR. En raison de la saisonnalité du BFR sur les activités Diam Bouchage et Seguin-Moreau, il convient d'ajuster l'endettement financier net au 31 mars 2013. Il s'agit d'un ajustement à la hausse, car le BFR de fin d'exercice est inférieur au niveau moyen observé sur un exercice entier.
- Provisions pour risques à caractère de dette et non intégrées dans les flux du plan d'affaires (pour l'essentiel, provisions pour restructurations et litiges fiscaux).
- Economies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables existant au 31 mars 2013. Ces déficits sont supposés consommés sur les deux prochaines années et les économies fiscales associées ont été actualisées à un taux en ligne avec le coût de la dette (cf. *infra*).
- Coût d'acquisition du solde du capital de Boisé France. Oeneo détient deux options d'achat portant respectivement sur 2% et 49% du capital de Boisé France à des prix d'exercice prédéterminés ou aisément déterminables à la date du présent rapport. Les décaissements liés à l'exercice de ces options ont été actualisés à un taux en ligne avec le coût de la dette en supposant que les options seraient exercées à leur date d'échéance contractuelle (respectivement septembre 2013 et septembre 2015).

3.3. Méthode DCF

3.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

Nous nous sommes appuyés sur les plans d'affaires des trois branches d'activité et du holding tels que communiqués par le management de la Société. Ces prévisions, qui couvrent une période de quatre ans (mars 2014 - mars 2017), ont été élaborées début 2013.

3.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur de chacune des branches d'activité au terme de l'horizon de prévisions explicites (soit fin mars 2017) a été déterminée par la méthode usuelle consistant à actualiser à l'infini un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle correspondant au taux d'inflation anticipé à long terme.

Dans le cas de Diam Bouchage, pour les raisons exposées précédemment (cf. *supra*, section 2.1.4), nous avons construit une période d'extrapolation additionnelle de sept ans (mars 2017 - mars 2024) avec pour objectif de simuler l'impact d'une hausse de la pression concurrentielle dans le cadre de deux scénarios (haut et bas) en définissant deux niveaux de ROCE cible. Ces taux de rentabilité cible sont considérés comme suffisamment raisonnables pour être prorogés sur un horizon infini pour le calcul

d'une valeur terminale ; ils n'en laissent pas moins subsister des niveaux de rente économique appréciables (de l'ordre de 10% en valeur médiane) qui confèrent une valeur significative à la marque Diam.

S'agissant des deux autres branches d'activités, nous avons considéré un seul scénario en calculant un flux normatif au terme du plan d'affaires. Pour Seguin Moreau, ce calcul s'appuie sur le ROCE anticipé à cette date, lequel excède tout juste le coût du capital malgré la forte amélioration des marges opérationnelles attendue sur la durée du plan. Pour Boisé France, nous avons estimé que la rente économique extériorisée par le niveau de ROCE anticipé au terme du plan d'affaires ne pouvait être prorogée indéfiniment, si bien que le calcul du flux normatif s'est appuyé sur un niveau de ROCE revu en baisse mais qui laisse perdurer une rente économique significative (de l'ordre de 10%).

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 1,5%, soit le taux d'inflation de long terme. Comme indiqué ci-après, ce paramètre est cohérent avec le taux sans risque intégré dans les taux d'actualisation applicables aux différentes branches d'activité (cf. *infra*, section 3.3.3).

3.3.3. Détermination des taux d'actualisation applicables aux branches d'activité

Dans le cadre de l'approche méthodologique décrite plus haut, un taux d'actualisation spécifique a été déterminé pour chacune des trois branches d'activité du Groupe. Contrairement à la pratique traditionnelle des évaluateurs, nous n'avons pas retenu comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital (WACC pour *Weighted Average Cost of Capital*). A cet égard, nous considérons que les modalités de calcul usuelles de ce taux conduisent très probablement à surestimer l'impact positif que la structure financière est supposée produire sur la valeur des actifs. La raison en est notamment que les modalités de calcul usuelles de ce taux n'intègrent que les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise et désormais plafonnées) et ignorent d'autres paramètres moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites multiples de la dette certes difficiles à chiffrer mais bien réels, comme attesté par les graves problèmes de liquidité rencontrés par de nombreuses entreprises lors de la crise financière de l'automne 2008).

Cette question fait l'objet de débats dans de nombreuses publications académiques. Pour cette raison, nous préférons utiliser une approche alternative, d'ailleurs conforme aux principes du référentiel comptable IFRS, qui stipule l'absence d'impact de la structure financière sur la valeur des actifs. Selon cette approche, les flux espérés sont donc actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »).

Ce taux est déterminé à partir de la formule usuelle du MEDAF avec les composantes suivantes.

- Taux sans risque : Les rendements des emprunts d'Etat de la zone Euro sont impactés de façon très contrastée par le contexte actuel des marchés financiers : ils ont baissé dans les pays considérés comme sûrs en termes de risque crédit (Allemagne notamment) et augmenté notablement dans les pays touchés par la crise de la dette publique. Cette situation se traduit par une volatilité inhabituelle des taux de rendement des emprunts d'Etat, ce qui rend plus délicate la

détermination d'un taux sans risque. Dans ce contexte, la meilleure référence de taux sans risque dans la zone euro serait donnée par le taux payé par un groupe européen noté AAA pour un emprunt à 10 ans. En l'absence de ce type de référence, nous avons retenu dans le cadre d'une approche normative un taux sans risque de 3,5%, soit un niveau intégrant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2,0% sur le long terme et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5%.

- Coefficient bêta désendetté. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique à partir de coefficients bêtas des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché. Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15% sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêtas ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

Dans le cas d'espèce, nous n'avons identifié qu'une seule société cotée opérant dans le domaine du bouchage et une seule société cotée évoluant dans le secteur de la tonnellerie (cf. section 3.4.2). Par ailleurs, les coefficients bêtas désendettés de ces deux sociétés obtenus à partir de la méthode décrite ci-dessus nous sont apparus anormalement faibles (autour de 0,6) au regard de l'analyse qualitative des deux activités considérées que nous conduisons systématiquement dans le but d'affiner les résultats issus de l'analyse quantitative. Rappelons à cet égard que les deux déterminants clés du coefficient bêta d'une activité sont les suivants : (i) sensibilité du volume d'affaires à la conjoncture, (ii) degré de levier opérationnel (poids relatif des charges de structure dans la structure de coût). Compte tenu de la fiabilité limitée des résultats issus de l'approche quantitative (les sociétés comparables ont des capitalisations boursières réduites et sont peu suivies par les analystes financiers), mais surtout au vu des caractéristiques communes des différentes branches d'activité décrites plus haut (cf. *supra*, section 2.1.2.) et par comparaison avec d'autres secteurs d'activité pour lesquels il existe un consensus fort sur le niveau des coefficients bêtas (par exemple, le secteur de la distribution alimentaire avec un coefficient bêta d'environ 0,6), nous avons retenu pour les trois branches d'activité le même coefficient bêta de 0,9, soit un niveau correspondant peu ou prou à la moyenne du marché (hors endettement).

- Prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions. Nous retenons une prime de 4,5%, soit un niveau qui se situe dans le haut de la fourchette des estimations données par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale.
- Prime de risque spécifique. Comme indiqué plus haut (cf. *supra*, section 2.1.4), les risques spécifiques non pris en compte dans le plan d'affaires ont été intégrés dans l'évaluation via l'ajout d'une prime de risque forfaitaire (1,0% pour Diam Bouchage et Boisé France, 0,5% pour Seguin-Moreau).

Au total, les taux d'actualisation retenus pour les trois branches d'activité varient de 8,1% à 8,6%, comme indiqué par le tableau ci-après.

Oeneo - Détermination du taux d'actualisation des branches d'activité

	Diam Bouchage	Seguin Moreau	Boisé France
Taux sans risque	3,5 %	3,5 %	3,5 %
+ Prime de risque systématique	4,1 %	4,1 %	4,1 %
<i>dont bêta désendetté</i>	0,9	0,9	0,9
<i>dont prime de risque de marché</i>	4,5 %	4,5 %	4,5 %
+ Prime de risque spécifique	1,0 %	0,5 %	1,0 %
= Taux d'actualisation	8,6 %	8,1 %	8,6 %

S'agissant du taux d'actualisation utilisé pour déterminer la valeur actuelle des coûts supportés par le holding, nous avons utilisé deux taux distincts : (i) un taux de 5,0% correspondant au coût estimé de l'endettement à long terme pour actualiser la fraction des coûts considérés comme incompressibles (soit environ 30% des coûts totaux du holding), et (ii) un taux de 8,4% égal à la moyenne des taux d'actualisation des trois branches d'activités (pondérée par les valeurs d'activité) pour actualiser le reste des coûts.

3.3.4. Résultats de la méthode

Le tableau ci-après donne un premier résultat de la méthode DCF, à savoir la valeur agrégée des actions et des ORA de la Société.

Oeneo - Valeur agrégée des actions ordinaires et ORAs au 31 mars 2013

En M€	Scénario	
	Bas	Haut
Valeur d'entreprise des branches d'activité	180,4	206,0
- Dette financière nette au 31 mars 2013 (hors ORAs)	6,5	6,5
+ Autres actifs et éléments de passif à caractère de dette	(0,3)	(0,3)
= Valeur agrégée des actions ordinaires et ORAs	173,5	199,2

A partir de ce premier résultat, nous avons déterminé les valeurs unitaires des actions et des ORA en nous appuyant sur la définition de la valeur théorique d'une ORA exposée plus haut (cf. *supra*, section 2.3). Nous avons ainsi calculé successivement :

- La valeur actuelle des coupons restant à percevoir par le porteur d'ORA jusqu'à l'échéance du remboursement du titre en actions (à raison de 30 actions pour une obligation) le 31 mars 2017. Le coupon annuel est de 2,52 € (7% x 36 €) et le taux d'actualisation utilisé est de 3% (compte tenu d'une maturité courte), soit le coût estimé de la dette de la Société pour la maturité considérée.
- La valeur actuelle des coupons attendus sur la même période pour 30 actions sur la base d'un coupon annuel de 0,08 €, soit un montant annuel de 2,40 €. Le taux d'actualisation à prendre en compte est le coût des capitaux propres ; en raison d'un levier financier proche de zéro, le taux retenu est le taux de 8,4% correspondant à la moyenne pondérée des taux d'actualisation appliqués aux différentes branches d'activité.

L'écart entre ces deux chroniques de flux actualisés est positif et ressort à 1,19 €. Sur cette base, comme présenté dans le tableau ci-dessous, la Valeur Intrinsèque d'une action *Oeneo* au 31 mars 2013 (coupon de l'exercice clos à fin mars 2013 attaché) ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 2,87 € et 3,29 € et la Valeur Intrinsèque d'une ORA ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 87,16 € et 99,88 €.

Oeneo - Estimation de la valeur unitaire des actions et ORAs au 31 mars 2013

	Scénario	
	Bas	Haut
Valeur agrégée des actions ordinaires et ORAs au 31 mars 2013 (en m€) (A)	173,5	199,2
Différentiel unitaire (en €)	1,19	
x Nombre d'ORAs en circulation	186 948	
= Valeur totale du différentiel "intérêts versus dividendes" (en m€) (B)	0,2	
Nombre d'actions émises au 31 mars 2013	54 930 272	
+ Nombre d'actions gratuites issues des plans 6 et 7	172 500	
- Nombre d'actions auto détenues au 31 mars 2013	233 499	
+ Nombre d'actions nouvelles par conversion des ORAs	5 608 440	
= Nombre d'actions total après conversion des ORAs (C)	60 477 713	
Valeur d'une action Oeneo au 31 mars 2013 (en €) (A-B) / C	2,87	3,29

Ces résultats permettent d'ores et déjà de tirer les deux conclusions suivantes sur le caractère équitable des Prix d'Offre dans la perspective éventuelle d'un Retrait Obligatoire.

- Le prix proposé par l'Initiateur pour une action *Oeneo*, soit 3,20 €, se situe dans le haut de la fourchette d'estimations obtenue et respecte donc la condition posée plus haut pour que ce prix puisse être considéré comme un prix d'indemnisation équitable pour les Actionnaires Minoritaires dans l'hypothèse d'un retrait obligatoire.
- Sur la base de cette première conclusion, le prix proposé par l'Initiateur pour une ORA, soit 97,31 €, peut également être considéré comme équitable pour les porteurs d'ORA dans l'hypothèse d'un retrait obligatoire, dès lors que ce prix correspond peu ou prou au prix proposé pour 30 actions augmenté du différentiel de 1,19 € déterminé ci-dessus pour calculer la valeur théorique d'une ORA à partir de la valeur théorique d'une action.

3.4. Méthode des comparaisons boursières

3.4.1. Choix des multiples pertinents

S'agissant des ratios d'évaluation (ou « multiples ») retenus pour la mise en œuvre de la méthode, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER) pour les raisons indiquées plus haut (cf. *supra*, section 3.2.1). Nous avons également rejeté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité éventuels entre la société évaluée et les sociétés comparables. Enfin, sauf rupture importante dans le rythme des investissements, nous privilégions les multiples

d'EBIT aux multiples d'EBITDA, car les premiers ne sont pas biaisés par les écarts éventuels d'intensité capitalistique.

3.4.2. Sélection des sociétés comparables

Les deux principaux déterminants des multiples d'EBIT extériorisés par la valeur de marché d'un portefeuille d'activités sont d'une part le risque systématique et d'autre part la croissance bénéficiaire future.

Dans une première étape, afin de capturer le premier de ces deux déterminants (le risque systématique), nous avons cherché à constituer, pour chacune des branches d'activité du Groupe, un échantillon de sociétés cotées engagées dans des activités comparables. Nous n'avons identifié qu'une seule société cotée engagée dans une activité de solutions de bouchage pour vins, la société portugaise *Corticeira Amorim*, et qu'une seule société cotée spécialisée dans la tonnellerie, la société française *Tonnellerie François Frères*. Compte tenu des spécificités des marchés sur lesquels évolue la Société et du degré de comparabilité relativement satisfaisant des activités de ces deux sociétés avec les deux activités principales d'Oeneo, il ne nous a pas semblé pertinent d'élargir nos recherches à des secteurs d'activités connexes ou plus larges (solutions de packaging par exemple).

Les deux sociétés cotées identifiées peuvent en effet être considérées comme relativement proches des activités de bouchage (Diam Bouchage) et de tonnellerie (Seguin-Moreau, Boisé France) de la Société.

- *Corticeira Amorim* est le premier producteur mondial de liège et le leader des fabricants de bouchons pour vins tranquilles et effervescents (principalement bouchons en liège naturel et aggloméré) ; la vente de bouchons en liège représente aujourd'hui environ 60% du chiffre d'affaires, les autres activités ne concernant pas le monde viticole.
- *Tonnellerie François Frères*, qui a racheté *Radoux* en 2012, est aujourd'hui le leader mondial de la tonnellerie moyen-haut de gamme ; en outre, à l'instar d'Oeneo avec Boisé France, *Tonnellerie François Frères* est également présent sur le marché des produits alternatifs pour l'élevage des vins.

Les principales caractéristiques opérationnelles de ces sociétés sont présentées dans le tableau ci-après.

Oeneo - Caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables								
En M€	VE ⁽¹⁾	CA 2013	EBIT 2013	EBITDA 2013	Croissance de l'EBITDA		Croissance de l'EBIT	
					2014	2015	2014	2015
<u>Bouchage</u>								
Corticeira Amorim	395	539	55	55	(0,5)%	(0,9)%	2,1 %	(1,2)%
<u>Tonnellerie</u>								
Tonnellerie François Frères	321	162	32	37	10,7 %	5,3 %	9,4 %	5,4 %

(1) Calculée sur la base d'une capitalisation boursière au 24/4/2013

Note : Les données de résultats pour l'année N correspondent à un exercice clos le 31 mars de l'année N (ou le 30 avril pour Tonnellerie François Frères)

Source : Bloomberg - Données prévisionnelles issues du consensus au 24/4/2013

3.4.3. Résultats de la méthode

Les deux sociétés cotées retenues ci-dessus pour évaluer respectivement Diam Bouchage et le sous-ensemble constitué par Seguin Moreau et Boisé France ont une capitalisation boursière inférieure à 300 m€. A l'instar d'Oeneo, ces deux sociétés se rangent ainsi dans la catégorie des *smallcaps* avec un flottant limité (moins de 30% du capital) et un suivi plus ou moins régulier assuré par un nombre restreint d'analystes financiers (deux ou moins). De ce fait, il existe un doute sur la fiabilité des données prévisionnelles disponibles et la pertinence des multiples induits par ces données présentées dans le tableau ci-après. Conjugué à la taille pour le moins limitée des deux échantillons considérées, la méthode ne peut au mieux que conforter le caractère raisonnable (et non la pertinence) des estimations issues de la méthode DCF.

Oeneo - Multiples des sociétés comparables				
En M€	VE/EBITDA		VE / EBIT	
	2014	2015	2014	2015
<u>Bouchage</u>				
Corticeira Amorim	5,0 x	5,1 x	7,1 x	7,2 x
<u>Tonnellerie</u>				
Tonnellerie François Frères	8,2 x	7,7 x	9,2 x	8,7 x

Source : Bloomberg - Données prévisionnelles issues du consensus au 24/4/2013

Pour assurer néanmoins une mise en œuvre rigoureuse de la méthode, la croissance bénéficiaire anticipée sur chacune des activités évaluées doit être comparée à celles anticipées sur la société comparable retenue. Afin d'éviter tout biais dans les comparaisons effectuées, les coûts de holding de la Société (évalués séparément dans le cadre de la méthode DCF) ont été répartis sur les trois branches d'activité au prorata des chiffres d'affaires.

S'agissant de Diam Bouchage, le biais introduit par l'augmentation temporaire des amortissements liés à la construction de la nouvelle unité de production nous conduit à privilégier la croissance de l'EBITDA sur la croissance de l'EBIT. En raison de la forte croissance en volume résultant de l'augmentation des capacités de production, la croissance de l'EBITDA sur la durée du plan d'affaires s'avère très nettement supérieure à celle attendue sur *Corticeira Amorim* (soit un niveau quasi nul). Dès lors, les multiples extériorisés par *Corticeira Amorim* ne peuvent être valablement utilisés pour évaluer l'activité Bouchage de la Société. Tout au plus peut-on vérifier le caractère raisonnable de l'estimation DCF milieu de fourchette obtenue plus haut en constatant que le multiple d'EBITDA 2015 induit par cette estimation (5,7x) est effectivement supérieur au multiple d'EBITDA 2015 affiché par *Corticeira Amorim* (5,1x).

S'agissant du sous-ensemble constitué par Seguin Moreau et Boisé France, en raison de l'amélioration significative des marges opérationnelles de Seguin Moreau sur la durée du plan d'affaires et de la croissance soutenue des ventes chez Boisé France, la croissance anticipée de l'EBIT est environ deux fois supérieure à celle attendue chez *Tonnellerie François Frères*. Comme précédemment, en raison de ce différentiel de croissance significatif, les multiples d'EBIT affichés par *Tonnellerie François Frères* ne

peuvent être valablement retenus pour évaluer l'activité Tonnellerie de la Société. Cependant, à la différence du cas précédent, le multiple d'EBIT 2015 induit par l'estimation DCF (8,4x) est de manière inattendue légèrement inférieur au multiple d'EBIT 2015 affiché par *Tonnellerie François Frères* (8,7x). Une explication possible est la prime au leader mondial attribuée par le marché à *Tonnellerie François Frères* (dont le cours de bourse a largement surperformé les indices de marché en progressant de plus de 50% sur les 5 derniers mois), ou encore le caractère optimiste des résultats prévisionnels qui a été pris en compte dans le cadre de la méthode DCF via des primes de risques spécifiques, mais qui vient inévitablement biaiser les multiples vers le bas.

3.5. Méthode des transactions comparables

3.5.1. Principe de la méthode

La méthode des transactions comparables repose sur les informations rendues publiques par l'acheteur ou le vendeur lors de l'opération. L'information fournie sur la société cible est généralement limitée et ne porte que sur des données historiques, si bien que les multiples habituellement utilisés par les évaluateurs s'appuient sur les données du dernier exercice clos.

3.5.2. Constitution d'un échantillon de transactions récentes

Pour la constitution d'un échantillon de transactions comparables, deux approches sont couramment envisagées :

- la première consiste à construire un échantillon de transactions très récentes, en considérant que celles-ci sont les plus à même de rendre compte du contexte économique et concurrentiel prévalant à la date de l'évaluation ;
- la seconde consiste à considérer un échantillon de transactions intervenues sur une longue période, avec l'avantage de gommer les effets de cycle sur le niveau des multiples mais avec le risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Dans le cas d'espèce, étant donné le faible nombre de transactions dans les domaines d'activité du Groupe sur la période récente, nous avons opté pour la seconde approche. Sur une période de sept ans, nous avons ainsi identifié six transactions pour l'activité Bouchage et deux transactions pour l'activité Tonnellerie.

3.5.3. Résultats de la méthode

La mise en œuvre de la méthode des transactions comparables se heurte comme souvent à la faiblesse de l'information disponible, en particulier sur les perspectives de croissance bénéficiaire des cibles. De ce fait, la pertinence de l'échantillon ne peut être garantie. De même, les écarts de multiples parfois importants observés d'une transaction à l'autre restent souvent inexpliqués ; un multiple de transaction élevé peut en effet avoir des causes diverses : des perspectives de forte croissance

bénéficiaire, un retournement en cours, une forte volonté d'acheter chez l'acquéreur, l'importance des synergies attendues, ou encore un mix de ces différents facteurs.

Dans le cas d'espèce, les données disponibles sur les huit transactions identifiées ne permettent le calcul d'un multiple historique d'EBITDA ou d'EBIT que dans trois cas, soit deux transactions intervenues en 2006 et 2008 dans le domaine du Bouchage et l'acquisition récente de *Radoux* par *Tonnellerie François Frères* dans le domaine de la tonnellerie. Nonobstant la taille réduite de ces deux échantillons, l'existence de perspectives de croissance bénéficiaire plutôt favorables sur les activités évaluées rend l'utilisation de multiples historiques particulièrement inapproprié. A titre d'illustration, le multiple d'EBIT 2012 induit par l'estimation DCF de Seguin Moreau s'avère sans surprise plus de deux fois supérieur au multiple d'EBIT 2012 extériorisé par la transaction *Radoux*.

4. Analyse du rapport d'évaluation communiqué par le Conseil

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par *DC Advisory* et revu par *Crédit du Nord* et *Société Générale* dans le contexte de l'Offre et dans la perspective de la mise en œuvre éventuelle d'un retrait obligatoire. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

4.1. Méthodologie d'évaluation

Le Conseil a adopté une approche multicritères et, dans ce cadre, examiné deux références d'évaluation (les cours de bourse historiques à « titre principal » et les cours cibles récents d'analystes financiers à « titre indicatif ») et mis en œuvre trois méthodes d'évaluation (méthode DCF à « titre principal » et méthodes des comparaisons boursières et des transactions comparables à « titre indicatif »).

A première vue, les démarches retenues semblent donc similaires. Cependant, dans leur mise en œuvre, il existe des différences significatives qui rendent difficile la comparaison des travaux du Conseil avec les nôtres.

S'agissant des références d'évaluation, nous considérons contrairement au Conseil, que la pertinence des cours de bourse de la Société sur la période récente et des prix cible des analystes doit être relativisée dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire.

S'agissant des méthodes d'évaluation, la différence essentielle entre les travaux du Conseil et les nôtres réside dans l'approche d'évaluation retenue : approche globale pour le Conseil fondée sur l'agrégation des perspectives de développement des trois branches d'activité du Groupe, approche par « somme des parties » en ce qui nous concerne, fondée sur l'évaluation autonome de chacune des branches d'activité du Groupe. Cette différence majeure explique la grande difficulté de comparer les résultats donnés tant par la méthode DCF que par les deux méthodes relevant de l'approche analogique. Par ailleurs, s'agissant des deux méthodes analogiques, nous considérons que leur utilisation dans le cas présent n'est pas pertinente pour les raisons exposées plus haut.

4.2. Méthode DCF

A défaut de comparer directement les résultats obtenus par le Conseil avec les nôtres (estimation du portefeuille d'activités dans son ensemble pour le Conseil, estimation de chacune des trois branches d'activité et des coûts du holding pour *Accuracy*), il est possible de comparer les deux paramètres clés utilisés pour la mise en œuvre de la méthode (i.e. flux de trésorerie prévisionnels et taux d'actualisation).

S'agissant des flux pris en compte sur la période de prévisions explicites, la source du Conseil est la même que la nôtre, à savoir le plan d'affaires élaboré par le management de la Société début 2013. Pour la détermination d'une valeur terminale, le Conseil retient un taux de croissance perpétuelle un peu supérieur à celui retenu dans nos travaux (2,0% versus 1,5%).

En ce qui concerne le taux d'actualisation, il apparaît difficile de rationaliser l'écart observé entre le taux unique retenu par le Conseil dans le cadre de leur approche globale (soit un WACC de 9,6%) et la moyenne pondérée (sur la base des valeurs d'entreprise estimées) des taux d'actualisation utilisés dans nos travaux pour l'évaluation des trois branches d'activité (soit 8,4%). La raison de cette situation réside principalement dans les choix différenciés effectués de part et d'autre pour déterminer plusieurs composantes de la formule du MEDAF (taux sans risque, coefficient bêta désendetté, prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions ci-après désignée « Prime de marché »), et pour intégrer la fraction du risque spécifique non prise en compte dans les flux du plan d'affaires.

- Taux sans risque : le Conseil retient une moyenne sur les 24 derniers mois des rendements offerts par l'OAT 10 ans (soit environ 2,7%) alors que, pour les raisons exposées plus haut, nous avons retenu un taux sans risque de 3,5% cohérent avec les perspectives d'inflation à long terme de 1,5% retenues par ailleurs (taux de croissance du flux normatif).
- Coefficient bêta désendetté : le Conseil retient un bêta sectoriel de 0,56 calculé sur la base d'un échantillon d'acteurs cotés appartenant au secteur des vins et spiritueux en Europe, tandis que nous privilégions une démarche fondée sur une approche qualitative, considérant notamment que les résultats fournis par une approche purement quantitative ne présentent pas un degré de fiabilité suffisant dans le cas d'espèce.
- Prime de marché : le Conseil retient un niveau de 6,18% en privilégiant une approche prospective, par construction très sensible aux soubresauts du marché boursier, alors que nous retenons un niveau de 4,5% en privilégiant une approche normative destinée à fournir une estimation de long terme de la prime de risque moyenne exigée par les investisseurs. Combiné avec les coefficients bêta désendettés retenus, ces niveaux de Primes de marché débouchent sur une prime de risque systématique de 3,5% ($0,56 \times 6,18\%$) pour le Conseil et de 4,1% pour *Accuracy*. La prime de risque systématique du Conseil est cependant ajustée à la hausse par l'application d'un facteur multiplicatif de 2,0 au coefficient bêta.
- Prime de risque spécifique : les taux d'actualisation que nous retenons pour l'évaluation des différentes branches d'activité intègrent une prime de risque spécifique (0,5% ou 1,0%) visant à prendre en compte les risques non intégrés dans les flux du plan d'affaires. On peut considérer que la prime de risque additionnelle implicite de 3,5% (résultant du facteur multiplicatif de 2,0 susmentionné) répond en partie au même objectif (compte tenu de son niveau élevé) et ne vise donc pas seulement à ajuster le coefficient bêta désendetté en éliminant le biais lié au différentiel de taille entre la Société et les sociétés comparables.

Au total, l'estimation centrale obtenue par le Conseil (2,99 €) est un peu inférieure au milieu de notre fourchette d'estimations (3,08 €).

4.3. Méthodes des comparaisons boursières

Le Conseil retient un échantillon de quatre sociétés comparables : deux d'entre elles sont engagées dans des activités similaires à celles de l'une ou l'autre des divisions du Groupe (*Corticeira Amorim* et *Tonnellerie François Frères*), tandis que les deux autres sont spécialisées dans l'embouteillage en verre (*Zignago Vetro* et *Vidrala*). De notre côté, la démarche par somme des parties qui a été mise en œuvre nous a conduit à ne considérer que les deux premières sociétés.

En ce qui concerne les multiples d'évaluation, à l'instar du Conseil, nous écartons les multiples de chiffre d'affaires et de résultat net (PER).

Les années de référence considérées par le Conseil pour le calcul des multiples sont les années clôturées en mars 2013 et mars 2014. Pour notre part, considérant que les résultats opérationnels des exercices passés peuvent être impactés par des éléments non récurrents et surtout ne permettent pas de capturer les différences de perspectives de croissance bénéficiaire attendues par les sociétés de l'échantillon, nous n'avons pas considéré les multiples assis sur les résultats de mars 2013 et privilégié au contraire les multiples assis sur les résultats de mars 2015.

Au total, alors que le Conseil présente les estimations issues de la méthode « à titre indicatif », nous estimons que les conditions ne sont pas réunies pour mettre en œuvre la méthode.

4.4. Méthodes des transactions comparables

L'échantillon de transactions retenues par le Conseil comprend les trois transactions que nous avons identifiées, pour lesquelles l'information disponible permet de calculer des multiples d'EBITDA ou d'EBIT.

Comme pour la méthode des comparaisons boursières, nous estimons que la méthode ne peut être valablement mise en œuvre, tandis que le Conseil formule à nouveau des réserves sur la pertinence des estimations obtenues qui sont présentées « à titre indicatif ».

5. Conclusion sur le caractère équitable des Prix d'Offre

Andromède, holding patrimonial de la famille Hériard Dubreuil, va déposer prochainement une offre portant sur les actions ordinaires et les ORA d'*Oeneo* qu'elle ne détient pas (soit 34 097 970 actions représentant 62,1% du capital et 52 019 ORA représentant 27,8% des ORA en circulation) et a l'intention de demander, à l'issue de cette offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire si les actions non présentées à l'offre représentent moins de 5% des actions et des droits de vote de la Société.

Dans le seul cadre de l'offre et aux termes de la réglementation boursière, notre mission est motivée à un double titre : (i) à titre principal, par l'existence du conflit d'intérêts potentiel résultant de la position de l'initiateur de l'offre au sein du conseil d'administration de la Société, (ii) à titre accessoire, par l'existence de deux catégories de titres visés par l'offre (actions ordinaires et ORA) et la possibilité d'une rupture dans l'égalité de traitement entre les porteurs des deux catégories de titres. Nos conclusions sur ces deux sujets sont les suivantes.

En premier lieu, dans le cadre de notre mission, nous n'avons décelé aucun indice qui pourrait laisser penser que la position spécifique d'*Andromède* a eu un impact sur la fixation des Prix d'Offre.

En second lieu, les conditions financières de l'offre n'induisent en aucune façon une rupture dans l'égalité de traitement entre les porteurs d'actions et les porteurs d'ORA, car l'écart de 1,31 € entre le prix proposé pour une ORA (soit 97,31 €) et sa contre-valeur en actions sur la base du prix proposé pour une action (soit 96,0 €, compte tenu de la base de conversion de 30 actions pour une ORA et du prix d'offre unitaire 3,20 € par action), est peu différent de notre propre estimation de l'écart de valeur théorique entre l'ORA et sa contre-valeur en actions, soit 1,19 €.

Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous devons nous prononcer, conformément à la réglementation boursière, sur le caractère équitable des prix d'indemnisation proposés aux porteurs d'actions et aux porteurs d'ORA, soit des prix identiques à ceux proposés dans le cadre de l'offre.

S'agissant des actions ordinaires, nous estimons que le prix d'indemnisation de 3,20 € qui serait versé aux actionnaires minoritaires résiduels est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est supérieur à la valeur centrale estimée des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires contrôlants de la Société et conduite par le management en place. Cette conclusion repose sur les deux éléments suivants. Le premier est l'évaluation multicritères du titre *Oeneo* qui privilégie les estimations issues de la méthode DCF en raison de la pertinence limitée des références d'évaluation représentées par le cours de bourse et les prix cibles des analystes financiers et de l'impossibilité dans le cas d'espèce d'obtenir des estimations

fiables à partir des méthodes analogiques (comparaisons boursières et transactions comparables). Le second élément est l'analyse du contexte de l'offre qui a notamment mis en évidence la faible probabilité d'une cession ultérieure du contrôle et le montant *a priori* limité de la prime de contrôle susceptible d'être payée à cette occasion.

S'agissant des ORA, nous estimons que le prix d'indemnisation de 97,31 € qui serait versé aux porteurs d'ORA résiduels est équitable d'un point de vue financier. Cette conclusion s'appuie sur la conclusion précédente relative au caractère équitable du prix d'indemnisation envisagé pour les actions ordinaires et sur la conclusion énoncée plus haut sur l'absence de rupture dans l'égalité de traitement entre les porteurs d'actions et les porteurs d'ORA.

Paris, le 29 avril 2013

Pour *Accuracy*,

Bruno Husson

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'OENEO requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.oeneo.com), et pourront être obtenues sans frais auprès du siège d'OENEO (123 avenue des Champs-Élysées, 75008 Paris).

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

OENEO

Représentée par Monsieur Marc Hériard Dubreuil, Président Directeur Général