

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR



SOCIETE INTERNATIONALE DE PLANTATIONS D'HEVEAS - SIPH

EN REPONSE

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

INITIEE

PAR

La Compagnie Financière Michelin SCmA



Agissant de concert avec SIFCA



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 6 juin 2017. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le rapport d'**Associés en Finance**, représentée par Monsieur Arnaud Jacquillat et Madame Catherine Meyer, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'offre publique d'achat simplifiée par les actionnaires minoritaires de la société SIPH ne représenterait pas, à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, plus de 5% du capital ou des droits de vote de SIPH, la Compagnie Financière Michelin SCmA, agissant de concert avec SIFCA, sollicitera, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de SIPH non apportées à l'offre publique d'achat simplifiée moyennant une indemnisation égale au prix par action SIPH offert dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée, nette de tous frais.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de la SOCIETE INTERNATIONALE DE PLANTATIONS D'HEVEAS – SIPH (www.SIPH.com) et de l'AMF

Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

(www.amf-france.org). Des exemplaires de ce projet de note en réponse peuvent également être obtenus sans frais et sur simple demande auprès de :

S.I.P.H.

53-55 rue du capitaine Guynemer
92400 Courbevoie

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de la SOCIETE INTERNATIONALE DE PLANTATIONS D'HEVEAS – SIPH seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLE DES MATIERES

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	4
2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	5
3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	6
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SIPH.....	11
5. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	11
6. ÉLÉMENTS CONCERNANT SIPH SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	15
7. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....	17
8. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....	18
ANNEXE RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	19

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 et 234-2 du règlement général de l'AMF, la Compagnie Financière Michelin SCmA, société en commandite par actions de droit suisse au capital de 2.502.355.300 francs suisses, dont le siège social est situé Route Louis-Braille 10, 1763 Granges-Paccot, Suisse, immatriculée au registre du commerce du Canton de Fribourg, Suisse, sous le numéro CHE-107.787.063 (« **CFM** » ou l'« **Initiateur** »), détenue à 99,99% par la Compagnie Générale des Etablissements Michelin, société en commandite par actions de droit français au capital de 360.132.242 euros, dont le siège social est situé 12, cours Sablon – 63000 Clermont-Ferrand, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 855 200 887 RCS Clermont-Ferrand, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris - Compartiment A sous le code ISIN FR 0000121261 (« **Michelin** »), agissant de concert avec SIFCA, société anonyme de droit ivoirien, au capital de 4.002.935.000 francs CFA, dont le siège social est situé 01 BP 1289, Abidjan 01, Côte d'Ivoire, immatriculée au registre du commerce et du crédit mobilier d'Abidjan sous le numéro CI-ABJ-1955-B-4.25 (« **SIFCA** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la Société Internationale de Plantations d'Hévéas – S.I.P.H., société anonyme de droit français au capital de 11.568.965,94 euros, dont le siège social est situé au 53-55, rue du Capitaine Guynemer – 92400 Courbevoie, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 312 397 730 RCS Nanterre (« **SIPH** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris - Compartiment B sous le code ISIN FR0000036857 (Mnémonique: SIPH), d'acquérir la totalité de leurs actions SIPH, au prix unitaire de 85 euros (le « **Prix de l'Offre** »), payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »). L'Offre pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, si les conditions sont réunies.

Un protocole d'accord conclu le 6 juin 2017 entre CFM et SIFCA (le « **Protocole d'Accord** »), constitutif d'une action de concert entre elles (le « **Concert** »), prévoyant les modalités du lancement d'un projet d'offre publique par CFM et les modalités de participation de chacune des parties à l'opération ainsi que l'adaptation du pacte d'actionnaires régissant leurs relations au sein de la Société, a conduit au dépôt du projet d'Offre.

Les principales stipulations du Protocole d'Accord sont plus amplement décrites à la section 5 du présent projet de note en réponse.

1.1 Titres visés par l'Offre

Le projet d'Offre porte sur la totalité des actions SIPH, non détenues, directement ou indirectement, par le Concert à la date du présent projet de note en réponse, soit 1.042.324 actions représentant 20,60% du capital et 11,78% des droits de vote de la Société.

A la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient 1.205.056 actions et 2.266.487 droits de vote de la Société, représentant 23,81% du capital¹ et 25,33% des droits de vote de la Société. De même, SIFCA, agissant de concert avec l'Initiateur, détient 2.813.410 actions et 5.626.820 droits de vote de la Société, représentant 55,59% du capital et 62,89% des droits de vote de la Société.

Dans ces conditions, le Concert détient un total de 4.018.466 actions et 7.893.307 droits de vote de la Société, représentant 79,40% du capital et 88,22% des droits de vote de la Société.

¹ Sur la base d'un capital composé de 5.060.790 actions et 8.946.915 droits de vote théoriques. Sauf précision contraire, les droits de vote dans SIPH sont calculés en tenant compte des droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Il n'existe aucun titre de capital ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions SIPH.

1.2 Termes et modalités de l'Offre

L'Offre est faite sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de SIPH toutes les actions de la Société visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre, au prix de 85 euros par action.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 15 jours de négociation.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Oddo & Cie, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le 6 juin 2017 un projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions SIPH non détenues par le Concert, et un projet de note d'information relatif à l'Offre. Oddo & Cie, agissant en qualité d'établissement présentateur, garantit les termes et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur.

L'Offre pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, si les conditions sont réunies.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1 Participation de l'Initiateur et de SIFCA dans SIPH

SIFCA détient une participation majoritaire dans SIPH depuis le 7 juillet 1999, date à laquelle elle a acquis 92,17% du capital de SIPH (D&I n°199C0921 du 15 juillet 1999) qu'elle a porté, le 27 août 1999, à 98,02% du capital à la suite de la garantie de cours qui s'en est suivie (D&I 199C1206). CFM est actionnaire de SIPH depuis le 20 octobre 2006, date à laquelle CFM s'est vue attribuer 20% du capital de SIPH dans le cadre d'une augmentation de capital de SIPH en rémunération de l'apport par CFM du capital de la société Michelin Développement Company à SIPH (D&I n°206C1949 du 25 octobre 2006).

A l'occasion de cette opération, les principaux actionnaires de la Société, dont SIFCA et CFM, ont conclu un pacte d'actionnaires (en présence de SIPH) en date du 21 octobre 2006 (D&I n°206C1955 du 25 octobre 2006), modifié le 18 juillet 2007 (D&I n°208C0034 du 8 janvier 2008) et le 30 mars 2015 (D&I n°215C0430 du 13 avril 2015), non constitutif d'une action de concert.

Le 18 juillet 2016, CFM a annoncé avoir porté sa participation à hauteur de 23,64% du capital et 25,01% des droits de vote de la Société par acquisition d'actions SIPH sur le marché (D&I n°216C1659 du 18 juillet 2016).

CFM, agissant de concert avec SIFCA vis-à-vis de la Société, déclarera à l'AMF et à la Société avoir franchi à la hausse, du fait de la mise en Concert le 6 juin 2017, les seuils légaux de 25% du capital et de 30%, 33^{1/3}%, 50% et de 66^{2/3}% du capital et des droits de vote de la Société, et SIFCA déclarera avoir franchi à la hausse, à raison du concert avec CFM, le seuil légal de 66^{2/3}% du capital et des droits de vote de la Société.

Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la suite de la conclusion du Concert.

Actionnaires	Nombre d'actions	% de capital	Nombre de droits de vote*	% de droits de vote*
SIFCA	2.813.410	55,59%	5.626.820	62,89%
CFM	1.205.056	23,81%	2.266.487	25,33%
Total Concert	4.018.466	79,40%	7.893.307	88,22%
Public	1.042.324	20,60%	1.053.608	11,78%
Total	5.060.790	100%	8.946.915	100%

* Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

2.2 Motifs de l'Offre

Compte tenu des tendances actuelles dans le secteur d'activité de SIPH, dont la place de plus en plus importante de l'Afrique de l'Ouest dans la production mondiale de caoutchouc naturel, et dans un contexte de concurrence accrue entre les acteurs de ces marchés, SIFCA et CFM, actionnaires de référence et de long-terme de SIPH, ont souhaité consolider leurs liens et se renforcer dans le capital de SIPH, qui est un partenaire commercial historique du groupe Michelin, afin de pérenniser la poursuite du développement de la Société. A cette fin, CFM et SIFCA ont indiqué à la Société avoir conclu le 6 juin 2017 le Protocole d'Accord, constitutif d'une action de concert, plus amplement décrit à la section 5.1 du présent projet de note en réponse. CFM et SIFCA ont indiqué entendre poursuivre le développement de SIPH en s'appuyant notamment sur le management actuel de la Société et en renforçant sa flexibilité et ses marges de manœuvre stratégiques.

CFM et SIFCA souhaitent également libérer SIPH des coûts récurrents et des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation en bourse qui apparaissent disproportionnées par rapport au bénéfice apporté par la cotation de SIPH. De plus, compte-tenu de la structure actuelle de son actionnariat, un maintien de la cotation ne correspond plus au modèle financier et économique de SIPH, dans la mesure où il n'est pas envisagé que cette dernière fasse appel au marché pour se financer. Enfin, la sortie de la cote de SIPH lui donnera de nouveaux leviers face à la concurrence en lui permettant notamment de renforcer la confidentialité autour de ses activités.

En conséquence, dans l'hypothèse où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de SIPH ne représenterait pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5% du capital ou des droits de vote de SIPH, l'Initiateur, agissant de concert avec SIFCA, sollicitera, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de SIPH non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au prix par action SIPH offert dans le cadre de l'Offre, nette de tous frais.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

3.1 Constitution d'un comité *ad hoc*

Afin de se conformer aux meilleures pratiques en termes de gouvernance, le Conseil d'administration de la Société a décidé, conformément à la recommandation AMF n°2006-15 et à l'article R. 225-29 alinéa 2 du Code de commerce, de constituer un comité *ad hoc* ayant pour mission de superviser les travaux de l'expert indépendant à désigner en application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

A l'issue de ses travaux, le comité a présenté ses conclusions au Conseil d'administration de la Société qui les a prises en considération dans son avis motivé.

3.2 Avis motivé adopté par le 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 6 juin 2017 afin d'examiner le projet d'Offre et de donner leur appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Sur 7 membres en fonction, étaient présents ou représentés à cette réunion 7 administrateurs, à savoir :

- Monsieur Pierre Billon, Président
- Monsieur Alassane Doumbia, Administrateur
- Madame Frédérique Varennes, représentant permanent de SIFCA SA, Administrateur
- Madame Lucie Barry-Tannous, représentant permanent d'IMMORIV SA, Administrateur, ayant donné pouvoir à Monsieur Pierre Billon
- Monsieur Thierry Serres, représentant permanent de Michelin Finance (Pays-Bas) B.V., Administrateur
- Madame Carine Damois, représentant permanent de TRANSITYRE B.V., Administrateur
- Monsieur Olivier de Saint Seine, Administrateur

Participait également à la réunion, Monsieur Bernard Diguët, en qualité de Censeur.

Monsieur Pierre Billon, Monsieur Alassane Doumbia, Madame Frédérique Varennes, en qualité de représentant permanent de SIFCA, IMMORIV SA (représentée par Monsieur Pierre Billon), Monsieur Thierry Serres, en qualité de représentant permanent de Michelin Finance (Pays-Bas) B.V. et Madame Carine Damois, en qualité de représentant permanent de TRANSITYRE B.V. ont voté conformément au sens dégagé par le vote de Monsieur Olivier de Saint Seine, seul administrateur ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêt au regard du projet d'Offre impliquant la Société.

L'avis motivé suivant du Conseil d'administration a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil d'administration participant au vote.

L'extrait du procès-verbal concernant l'avis motivé est reproduit ci-après :

« 2.1 Analyse de l'Offre

Le Conseil d'administration prend acte des modalités de l'Offre et des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans le Projet de Note d'Information. S'agissant des modalités, il relève notamment que :

- *l'Offre, qui sera ouverte pendant 15 jours de négociation, porte sur la totalité des actions SIPH admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris - Compartiment B sous le code ISIN FR0000036857 (Mnémonique: SIPH), non détenues, directement ou indirectement, par le concert constitué de CFM et SIFCA, soit 1.042.324 actions représentant 20,60% du capital et 11,78% des droits de vote de la Société ;*
- *dans l'hypothèse où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la société SIPH ne représenterait pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5% du capital ou des droits de vote de SIPH, l'Initiateur, agissant de concert avec SIFCA, sollicitera, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément*

aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de SIPH non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au prix par action SIPH offert dans le cadre de l'Offre, nette de tous frais ;

- *la contrepartie proposée par action de la Société tant pour l'Offre que pour le retrait obligatoire éventuel serait un prix en numéraire de 85 euros par action de la Société.*

Le Président invite ensuite le Comité ad hoc à présenter le résultat de ses travaux.

Monsieur Olivier de Saint Seine fait une synthèse du compte-rendu des travaux du Comité ad hoc, qui a été mis à la disposition des Administrateurs. Il indique en particulier que le Comité ad hoc s'est réuni à quatre reprises en présence de l'Expert Indépendant, et a été assisté dans ses travaux par le conseil juridique de la Société : le cabinet FTPA, représenté par Me. Alexandre Omaggio.

Monsieur Olivier de Saint Seine précise que le Comité ad hoc a notamment constaté que l'Expert Indépendant a eu accès à toutes les informations demandées dans le cadre de ses travaux, a pu échanger avec la direction générale de la Société ainsi qu'avec la banque présentatrice, et que, plus généralement, l'Expert Indépendant n'a pas fait état de difficultés dans le cadre de ses travaux pour mener à bien la mission confiée. Il ajoute que le Comité a également constaté que l'Expert Indépendant a retenu les mêmes méthodes de valorisation que la banque présentatrice et a abouti à une valorisation proche de celle-ci par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie. Le Comité a enfin constaté que l'Expert Indépendant concluait, sans ambiguïté, au caractère équitable du prix offert au titre de l'Offre, y compris en cas de retrait obligatoire.

Le Président remercie Monsieur Olivier de Saint Seine pour cette synthèse et les membres du Comité ad hoc pour leurs travaux.

Il propose ensuite de revoir les documents préparés par l'Expert Indépendant. Le Conseil d'administration prend acte des principales conclusions de son rapport, qui sont les suivantes :

« Le prix d'Offre de 85,0 € proposé aux actionnaires minoritaires de SIPH leur permet de bénéficier de primes significatives par rapport aux différentes moyennes de cours de l'action sur les douze derniers mois. Si la valorisation par les méthodes d'actualisation des flux prévisionnels est sensible aux paramètres de marché utilisés, le prix d'Offre permet d'afficher des primes par rapport aux valeurs centrales établies sur la base des prévisions du management et des données disponibles au 31 mai 2017, ainsi que sur la base des hauts de fourchette des sensibilités effectuées.

Associés en Finance a examiné le Protocole d'Accord signé entre CFM et SIFCA, ainsi que le Pacte d'Actionnaires établi entre CFM, SIFCA et les principaux actionnaires de SIFCA. Les stipulations incluses dans ces documents organisent la répartition du capital entre CFM et SIFCA et prévoient notamment la cession par CFM à SIFCA à horizon 5 ans de 25% des actions qui seraient apportées à l'Offre. Ni cet élément ni aucun des autres éléments présents dans ces documents ne sont susceptibles de porter préjudice aux intérêts des actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.

Les termes et conditions de l'Offre initiée par CFM sur les actions SIPH sont donc équitables vis-à-vis des actionnaires de SIPH, y compris en cas de retrait obligatoire. »

Puis, le Président propose au Conseil d'administration d'arrêter les termes de l'avis motivé conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.

2.2 Avis motivé

Pour les raisons précédemment indiquées, Monsieur Pierre Billon, Monsieur Alassane Doumbia, Madame Frédérique Varennes, en qualité de représentant permanent de SIFCA, IMMORIV SA (représentée par Monsieur Pierre Billon dans le cadre de la présente réunion), Monsieur Thierry Serres, en qualité de représentant permanent de Michelin Finance (Pays-Bas) B.V. et Madame Carine Damois, en qualité de représentant permanent de TRANSITYRE B.V. ont voté conformément au sens dégagé par le vote de Monsieur Olivier de Saint Seine, aux seules fins de permettre le respect des règles de quorum et de majorité prévues par le Code de commerce.

➤ *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil souligne que :*

- *l'Offre est amicale, étant rappelé que CFM et SIFCA détiennent un total de 4.018.466 actions et 7.893.307 droits de vote de la Société, représentant 79,40% du capital et 88,22% des droits de vote de la Société ;*
- *l'Initiateur indique que compte tenu des tendances actuelles dans le secteur d'activité de SIPH, dont la place de plus en plus importante de l'Afrique de l'Ouest dans la production mondiale de caoutchouc naturel, et dans un contexte de concurrence accrue entre les acteurs de ces marchés, SIFCA et CFM, actionnaires de référence et de long-terme de SIPH, ont souhaité consolider leurs liens et se renforcer dans le capital de SIPH, qui est un partenaire commercial historique du groupe Michelin, afin de pérenniser la poursuite du développement de la Société ;*
- *CFM et SIFCA entendent poursuivre le développement de SIPH en s'appuyant notamment sur le management actuel de la Société et en renforçant sa flexibilité et ses marges de manœuvre stratégiques ;*
- *la stratégie de l'Initiateur repose sur la continuité des activités actuelles de la Société et ne devrait pas avoir de conséquence particulière sur les plans actuels de la Société en matière d'organisation industrielle et d'évolution ;*
- *l'Initiateur indique que la sortie de la cote libérerait SIPH des coûts récurrents et des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation en bourse qui apparaissent disproportionnées par rapport au bénéfice apporté par la cotation de SIPH, d'autant qu'il n'est pas envisagé que cette dernière fasse appel au marché pour se financer ;*
- *l'Initiateur indique que la sortie de la cote donnerait également à la Société de nouveaux leviers face à la concurrence en lui permettant notamment de renforcer la confidentialité autour de ses activités.*

➤ *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Conseil relève que :*

- *l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique sociale de la Société ;*
- *l'Offre s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société.*

- *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société, le Conseil prend acte que le rapport de l'Expert Indépendant conclut que le prix de 85 euros par action de la Société est équitable du point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel Retrait Obligatoire.*

Le Conseil a ensuite en particulier relevé que :

- *le prix d'Offre de 85 euros par action extériorise une prime de 41,8% par rapport au cours de clôture de l'action SIPH le 5 juin 2017, une prime de 49,6% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action SIPH sur les 60 jours de négociation précédant le 5 juin 2017 (inclus) et une prime de 57,8% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action SIPH sur les 250 jours de négociation précédant le 5 juin 2017 (inclus) ;*
- *l'Offre fait également ressortir une prime par rapport aux valorisations résultant de l'application des méthodes d'actualisation des flux de trésorerie utilisées par la banque présentatrice et l'Expert Indépendant ;*
- *l'Expert Indépendant relève que « Le prix d'Offre de 85,0 € proposé aux actionnaires minoritaires de SIPH leur permet de bénéficier de primes significatives par rapport aux différentes moyennes de cours de l'action sur les douze derniers mois. Si la valorisation par les méthodes d'actualisation des flux prévisionnels est sensible aux paramètres de marché utilisés, le prix d'Offre permet d'afficher des primes par rapport aux valeurs centrales établies sur la base des prévisions du management et des données disponibles au 31 mai 2017, ainsi que sur la base des hauts de fourchette des sensibilités effectuées».*

À la lumière des considérations qui précèdent, prenant acte de l'ensemble des travaux qui lui ont été présentés notamment ceux de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, estime à l'unanimité que le projet d'Offre correspond à l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions de la Société à l'Offre.

Le Conseil d'administration délègue en tant que de besoin à Monsieur Bertrand Vignes, Directeur Général de la Société, tous pouvoirs à l'effet de :

- *finaliser le projet de Note en Réponse et le document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Société Internationale de Plantations d'Hévéas - SIPH », notamment pour tenir compte des modifications qui pourraient être requises dans le cadre de leur examen par l'AMF ;*
- *signer toutes attestations, au nom et pour le compte de la Société, requises dans le cadre de l'Offre ; et*
- *plus généralement, faire tout ce qui sera utile et nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre et du Retrait Obligatoire, notamment demander la suspension de la cotation des titres de la Société, rédiger et émettre tout communiqué relatif à l'Offre et au Retrait Obligatoire et conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et tous documents afférents à la réalisation de celle-ci.*

Le Président rappelle enfin que la Société ne détient aucune action auto-détenue. »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SIPH

Monsieur Olivier de Seine a déclaré avoir l'intention d'apporter les 10 actions qu'il détient à l'Offre.

SIFCA, représentée par Madame Frédérique Varennes, a indiqué ne pas avoir l'intention d'apporter ses actions à l'Offre. Il est rappelé que SIFCA agit de concert avec l'Initiateur et que les actions détenues par SIFCA ne sont pas visées par l'Offre.

Il est précisé qu'à la connaissance de la Société, les autres Administrateurs ne détiennent pas d'action de la Société.

5. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

5.1 Protocole d'Accord

Le 6 juin 2017, CFM et SIFCA ont conclu le Protocole d'Accord, aux termes duquel elles entendent agir de concert à l'égard de SIPH et, dans ce nouveau contexte, elles ont décidé d'une part, d'adapter en conséquence leurs relations au sein de SIPH en concluant concomitamment à la signature du Protocole d'Accord le Pacte d'Actionnaires (voir section 5.2 ci-après) et, d'autre part, que CFM, de concert avec SIFCA, dépose l'Offre auprès de l'AMF. Le Protocole d'Accord prévoit ainsi les modalités du lancement du projet d'Offre par CFM et les modalités de participation de chacune des parties à l'opération.

Aux termes du Protocole d'Accord, SIFCA s'est par ailleurs engagée à ne pas transférer, de quelque manière que ce soit, sa participation dans SIPH (notamment par apport à une offre publique).

5.2 Pacte d'actionnaires

En application des dispositions du Protocole d'Accord, CFM, SIFCA, Parme Investissement et Immoriv² (les « **Actionnaires SIFCA** ») ont conclu le 6 juin 2017 (en présence de SIPH) un pacte d'actionnaires (le « **Pacte d'Actionnaires** ») afin de régir leurs relations au sein de la Société et de mettre en œuvre durablement une politique commune vis-à-vis de la Société.

Ce Pacte d'Actionnaires annule et remplace le pacte conclu le 30 mars 2015 (D&I n°215C0430 du 13 avril 2015) entre SIFCA, CFM, Parme Investissement et Immoriv.

Le Pacte d'Actionnaires fera l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF puis d'une publication par l'AMF en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

Le Pacte d'Actionnaires est conclu pour une durée de 5 ans et sera reconduit automatiquement pour une nouvelle durée de 5 ans, sauf dénonciation préalable par CFM ou SIFCA. Le Pacte d'Actionnaires deviendra automatiquement caduc le jour où CFM ou SIFCA, selon le cas, détiendra moins de 5% du capital social de SIPH.

CFM et SIFCA, dans le cadre du Protocole d'Accord, sont également convenues des adaptations à faire le moment venu sur le Pacte d'Actionnaires en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire et de radiation de SIPH de la cote afin de supprimer les stipulations devenues alors sans objet et d'adapter la durée du pacte (laquelle sera portée à 20 ans avec reconduction tacite pour 10 ans sauf dénonciation préalable) compte tenu du fait que la Société a cessé d'être cotée.

² Parme Investissement et Immoriv sont les actionnaires historiques de référence de SIFCA.

Les principales stipulations du Pacte d'Actionnaires sont résumées ci-après.

a. Gouvernance de la Société

La Société est administrée par un Conseil d'administration composé de sept administrateurs, dont quatre désignés parmi les personnes dont la candidature est soumise par SIFCA, deux dont la candidature est soumise par CFM et un administrateur indépendant. Lesdits administrateurs ne doivent pas être une personne indésirable (i.e. une personne exerçant à titre principal une activité concurrente à celle de Michelin ou qui ne respecterait pas les règles d'éthique appliquées par Michelin ou un certain nombre de standards internationaux tels que ceux de la Banque Mondiale, l'OIT ou l'OCDE) (une « **Personne Indésirable** »).

Certaines décisions importantes relevant de la compétence du Conseil d'administration de SIPH, devront être prises, sur première convocation, à l'unanimité des membres présents ou représentés. Ces décisions sont principalement :

- La modification des statuts concernant le Conseil d'administration ;
- La modification du capital social de la Société ;
- L'émission réservée de titres en faveur d'une Personne Indésirable ;
- La radiation de la Société de la cote à l'initiative de la Société ;
- Toute évolution du montant des conventions et prestations entre la Société et ses actionnaires ;
- Tout investissement ou désinvestissement non prévu au budget annuel par la Société, ou l'une de ses filiales, d'un montant supérieur à 3.000.000 euros ;
- Tout endettement non prévu au budget annuel par la Société, ou l'une de ses filiales, supérieur à 3.000.000 euros ;
- L'octroi de toute sûreté non prévue au budget annuel par la Société, ou l'une de ses filiales, portant sur un montant supérieur à 5.000.000 euros ;
- La conclusion de toute transaction ou l'ouverture d'une procédure judiciaire par la Société, ou l'une de ses filiales, dont l'enjeu est supérieur à 4.000.000 d'euros ;
- La modification du règlement intérieur du conseil d'administration de la Société.

Dans l'hypothèse où un administrateur représentant CFM ne donnerait pas son accord sur une décision importante, une nouvelle réunion du Conseil d'administration devra se tenir dans les 15 jours à compter de la réunion du Conseil d'administration au cours de laquelle ledit administrateur a marqué son désaccord afin de voter sur la même décision qui sera alors prise à la majorité simple. En cas d'adoption de ladite décision lors de cette seconde réunion, et à défaut d'accord de l'administrateur représentant CFM, CFM pourra résilier de plein droit et sans indemnité de sa part la convention d'assistance technique et le partenariat de recherche conclus entre SIPH et Manufacture Française des Pneumatiques Michelin le 1er janvier 2012.

Les décisions concernant le changement de domaine d'activité et la dissolution ou la liquidation volontaire de la Société requerront une décision du Conseil d'administration avec le vote favorable d'au moins l'un des deux administrateurs représentant CFM au Conseil d'administration. Si l'un des administrateurs représentant CFM ne donne pas son accord à l'une de ces décisions, elle ne pourra être adoptée.

CFM et SIFCA feront en sorte qu'aucune des décisions importantes ou visées au paragraphe précédent ne soit prise par l'un quelconque des organes de direction de toute filiale de la Société sans l'accord préalable du Conseil d'administration dans les conditions indiquées ci-dessus.

Enfin, il est prévu que SIFCA et CFM échangent leurs points de vue respectifs et se concertent préalablement à toute assemblée générale de la Société au cours de laquelle serait soumise une décision importante pouvant intéresser d'une manière générale les perspectives d'avenir de la Société, afin de tenter de dégager une position commune.

b. Acquisition complémentaire - Information sur la détention

Chacune des parties s'engage à informer les autres de tout projet lui permettant d'acquérir (en une ou plusieurs fois en moins de 6 mois) plus de 0,5% du capital de SIPH et les parties se concerteront le plus rapidement possible sur le principe et la mise en œuvre de ce projet.

Chacune des parties s'engage également à informer les autres de toute variation du nombre d'actions et/ou de droits de vote qu'elle détient dans SIPH ainsi que toute variation de sa participation, dans un délai de deux jours de négociation suivant ladite variation.

c. Droit de préemption réciproque

SIFCA et CFM se sont consenties réciproquement un droit de préemption portant sur les titres SIPH qu'elles détiennent en cas de cession totale ou partielle de ces titres à un ou plusieurs tiers identifiés. Sans préjudice de l'exercice éventuel du droit de sortie conjointe totale (voir point f. ci-dessous), les actionnaires qui souhaitent préempter devront pour exercer leur droit, notifier au cédant leur intention de préempter tout ou partie des titres cédés dans un délai de 90 jours calendaires à compter de la réception de la notification du projet de cession.

Par ailleurs, tout tiers qui deviendrait actionnaire de SIPH à hauteur de plus de 10% du capital social de SIPH à la suite d'une cession réalisée sans que le droit de préemption précité n'ait été exercé devra, comme condition de validité de ladite cession, consentir aux autres parties un droit de préemption portant sur les titres SIPH dont il est propriétaire.

Ce droit de préemption ne s'applique pas en cas :

- de cession par SIFCA ou CFM à un affilié dans le cadre d'une opération de reclassement intragroupe ; ou
- d'opération par voie d'apport, d'échange ou de fusion réalisée par SIFCA et portant sur au moins 51% du capital de SIPH, SIFCA devant néanmoins proposer à CFM de participer à ladite opération dans les mêmes proportions et aux mêmes conditions que celles mentionnées dans le projet de cession, étant précisé qu'en cas de refus de CFM, cette dernière bénéficie d'un droit de sortie conjointe totale.

d. Engagement de maintien du niveau de participation

Les Actionnaires SIFCA s'engagent, directement ou via leurs affiliés, à conserver au minimum 51% des droits de vote de SIFCA et SIFCA s'engage à conserver au minimum 34% des droits de vote de SIPH.

En cas de non-respect des engagements susmentionnés, CFM pourra:

- exercer la promesse d'achat décrite au (e) ci-dessous ; et/ou
- résilier de plein droit et sans indemnité de sa part la convention d'assistance technique et le partenariat de recherche conclus entre SIPH et Manufacture Française des

Pneumatiques Michelin.

e. Promesse d'achat / option de vente totale au bénéfice de CFM

En cas de violation par les Actionnaires SIFCA ou SIFCA de l'engagement de maintien de niveau de participation ou en cas d'émission réservée de titres SIPH en faveur d'une Personne Indésirable, SIFCA s'engage à acheter (ou à faire acheter) à CFM (et, le cas échéant, à ses affiliés) la totalité des titres SIPH appartenant à CFM (et, le cas échéant, à ses affiliés).

f. Droit de sortie conjointe totale de CFM

Outre le cas d'un refus de CFM de participer à une opération par voie d'apport, d'échange ou de fusion réalisée par SIFCA et portant sur au moins 51% du capital de SIPH, CFM disposera également d'un droit de sortie conjointe totale pour le cas où :

- les Actionnaires SIFCA et/ou leurs affiliés souhaiteraient effectuer une cession de titres SIFCA à un tiers aux termes de laquelle les Actionnaires Principaux et leurs affiliés viendraient à franchir à la baisse le seuil de 51% des droits de vote de SIFCA ; ou
- SIFCA souhaiterait effectuer une cession de titres SIPH à un tiers aux termes de laquelle SIFCA viendrait à franchir à la baisse le seuil de 34% des droits de vote de SIPH.

Toutefois pour le cas où la réalisation de la cession entraînerait une offre publique obligatoire et comportant a minima une branche en numéraire non plafonnée permettant à CFM de participer pleinement à ladite offre publique, le droit de sortie conjointe totale ne s'appliquera pas.

g. Cession de titres SIPH par SIFCA à une Personne Indésirable

SIFCA s'interdit d'effectuer une cession de titres SIPH à une Personne Indésirable. Dans l'hypothèse où SIFCA effectuerait une cession de titres SIPH à une Personne Indésirable, CFM pourra résilier la convention d'assistance technique et le partenariat de recherche conclus entre SIPH et Manufacture Française des Pneumatiques Michelin.

h. Cession de titres SIPH par CFM à une personne qui exercerait à titre principal une activité concurrente à l'activité existante de SIPH

CFM s'interdit d'effectuer une cession de titres SIPH à une personne physique ou morale qui exercerait à titre principal une activité concurrente à l'activité existante de SIPH (i.e. l'activité de production, de traitement, de transformation et/ou de commercialisation d'élastomères naturels).

i. Vente à terme

Il est également prévu que CFM cédera à SIFCA, qui achètera à CFM, au plus tard lors du cinquième anniversaire de la date de clôture de l'Offre, un nombre d'actions SIPH représentant 25% des actions de la Société qui seraient apportées à l'Offre, au Prix de l'Offre et de l'éventuel retrait obligatoire, arrondi le cas échéant au nombre entier immédiatement inférieur divisible par cinq. A l'issue de chaque période de six mois à compter de la clôture de l'Offre, SIFCA pourra toutefois, à son option, se faire transférer par anticipation, un ou plusieurs cinquièmes dudit nombre d'actions SIPH objet de la vente à terme.

6. ÉLÉMENTS CONCERNANT SIPH SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital

Le capital social s'élève à 11.568.965,94 euros. Il est divisé en 5.060.790 actions, toutes de même catégorie, de deux euros et deux cent quatre-vingt-six centimes (2,286€).

Conformément à l'article 34 des statuts de la Société, un droit de vote double est attribué 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, à la fin de l'année civile précédant la date de réunion de l'Assemblée considérée.

Au 6 juin 2017, à la connaissance de la Société et sur la base des déclarations reçues par elle, le capital social et les droits de vote de SIPH sont répartis comme indiqués à la section 2.1 du présent projet de note en réponse.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

6.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

A la connaissance de SIPH, il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions.

6.2.2 Clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de SIPH (article L. 233-11 du Code de commerce)

Hormis le Protocole d'Accord et le Pacte d'Actionnaires tel que décrit à la section 5 ci-dessus, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, de clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de SIPH.

6.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

Depuis le 1^{er} janvier 2016, SIPH a reçu la déclaration de franchissement de seuil suivante :

- Par courrier du 14 juillet 2016, CFM a déclaré avoir franchi, en hausse, le seuil de 25% des droits de vote de la Société et détenir 1.196.422 actions SIPH représentant 2.229.938 droits de vote, soit, 23,64% du capital et 25,01% des droits de vote de la Société (AMF, Décision n°216C1659).

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

Il n'existe aucun détenteur de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

Il n'existe aucun mécanisme de contrôle en vigueur à ce jour prévu dans un système d'actionnariat du personnel dont les droits de contrôle ne seraient pas exercés par ce dernier.

6.6 Accords entre actionnaires dont SIPH a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

Hormis le Protocole d'Accord et le Pacte d'Actionnaires tel que décrit à la section 5 ci-dessus, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'autres accords pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de SIPH

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

La Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois membres au moins, pris parmi les actionnaires, nommés par l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires et révocables par elle. Le nombre d'administrateurs en fonction ne peut pas être supérieur à dix-huit.

Toutefois, en cas de décès ou de démission du président du Conseil d'administration et si le Conseil d'administration n'a pu le remplacer par un de ses membres, il peut nommer, sous réserve des dispositions de l'article L.225-24 du Code de Commerce, un administrateur supplémentaire qui est appelé aux fonctions de président.

Une personne morale nommée administrateur doit, lors de sa nomination, désigner un représentant permanent, personne physique et, si elle révoque son représentant comme dans le cas où celui-ci est atteint par la limite d'âge, elle est tenue de pourvoir à son remplacement.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat est antérieur de deux années au moins à sa nomination et correspond à un emploi effectif. Il ne perd pas le bénéfice de ce contrat de travail. Toute nomination intervenue en violation de cette disposition est nulle ; toutefois, cette nullité n'entraîne pas celle des délibérations auxquelles a pris part l'administrateur irrégulièrement nommé.

Le nombre des administrateurs liés à la Société par contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

Toutefois, les administrateurs élus par les salariés, les administrateurs représentant les salariés actionnaires ou le fonds commun de placement de l'entreprise en application de l'article L.225-23 du Code de Commerce et, dans les sociétés anonymes à participation ouvrière, les représentants de la société coopérative de main d'œuvre, ne sont pas comptés pour la détermination du nombre des administrateurs liés à la société par un contrat de travail.

En cas de fusion ou de scission, le contrat de travail peut avoir été conclu avec l'une des sociétés fusionnées ou avec la société scindée.

La durée des fonctions des administrateurs est fixée par l'Assemblée Générale qui procède à leur nomination. Elle est au maximum de six années.

Les administrateurs sont toujours rééligibles.

Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires.

La limite d'âge pour les fonctions d'administrateurs est celle prévue par la loi.

Sous réserve des dispositions ci-dessus, les fonctions des Administrateurs prennent fin à l'issue de la réunion de l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat desdits Administrateurs.

6.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts de SIPH.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart et sur deuxième convocation le cinquième des actions ayant le droit de vote.

A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle de la deuxième convocation.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris celles des actionnaires ayant voté par correspondance. Toutefois, en cas d'augmentation du capital social par incorporation de bénéfices, réserves ou primes d'émission, l'assemblée générale extraordinaire statue aux conditions de quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires.

6.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

A la date du présent projet de note en réponse, l'assemblée générale des actionnaires de la Société n'a voté et n'a accordé aucune délégation au conseil administration de la Société visant à émettre des valeurs mobilières par la Société ou à racheter des actions de la Société.

6.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par SIPH

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les principaux salariés de SIPH, en cas de démission, de licenciement 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 le Président, le Directeur Général, les membres du Conseil d'administration ou les principaux salariés prévoyant des indemnités s'ils démissionnent ou sont révoqués ou licenciés sans cause réelle et sérieuse selon le cas, ou si leur emploi ou mandat prend fin en raison d'une offre publique.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le rapport de l'expert indépendant, désigné par le Conseil d'administration de la Société en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, est intégralement reproduit en annexe du présent projet de note en réponse.

8. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

SOCIETE INTERNATIONALE DE PLANTATIONS D'HEVEAS – SIPH

Représentée par Monsieur Bertrand Vignes

Directeur Général

Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

ANNEXE

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

**Expertise indépendante d'Associés en Finance sur le caractère
équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat
Simplifiée initiée par CFM, agissant de concert avec SIFCA, visant
les actions SIPH suivie d'un éventuel retrait obligatoire**

6 Juin 2017



SOMMAIRE

I.	Missions et moyens	3
II.	SIPH : présentation, analyse et stratégie.....	7
II.A.	Historique	7
II.B.	Actionnariat et organigramme	8
II.C.	Le marché du caoutchouc naturel	9
II.D.	Les activités du groupe	15
II.D.1.	Société Africaine de Plantations d'Hévéas – Côte d'Ivoire	16
II.D.2.	Ghana Rubber Estates Ltd - Ghana.....	17
II.D.3.	RENL - Nigéria	18
II.D.4.	Cavalla Rubber Corporation - Libéria.....	19
II.D.5.	L'activité de commercialisation.....	19
II.E.	Fondamentaux de l'environnement opérationnel	20
II.E.1.	Modèle économique de SIPH et exposition aux différents risques	20
II.E.2.	Récapitulatif des forces/faiblesses et opportunités/menaces	25
II.F.	Analyse financière de SIPH	26
II.F.1.	Analyse du compte de résultat	26
II.F.2.	Analyse du bilan	29
II.F.3.	Analyse du tableau de flux	31
III.	Evaluation de SIPH.....	32
III.A.	Examen des cours de bourse.....	32
III.A.	Méthodes de valorisation écartées.....	36
III.A.1.	Méthode de l'actif net comptable.....	36
III.A.2.	Méthode de l'actif net réévalué	36
III.A.3.	Valorisation par les dividendes.....	36
III.A.4.	Méthode des comparables boursiers	36
III.A.5.	Méthode des transactions comparables.....	37
III.B.	Méthodes de valorisation retenues	32
III.B.1.	Analyse des objectifs de cours des analystes financiers (à titre indicatif)	39
III.B.2.	Méthode d'actualisation des flux de trésorerie	39
III.C.	Références d'évaluation	50
IV.	Analyse des travaux de la banque présentatrice.....	51
V.	Conclusion d'Associés en Finance	55
VI.	Annexe 1 : Présentation de l'expert	57
VII.	Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®	61

I. Missions et moyens

Contexte

SIFCA et la Compagnie Financière Michelin (ci-après « **l'Initiateur** » ou « **CFM** »), principaux actionnaires de la Société Internationale de Plantation d'Hévéas (ci-après « **SIPH** » ou « **la Société** »), étaient liés depuis 2006 par un pacte d'actionnaires qui organisait la gouvernance au sein du Conseil d'Administration de la Société, mais n'était pas constitutif d'une action de concert.

En juillet 2016, CFM a annoncé avoir franchi le seuil de 25,0% des droits de vote de SIPH après des achats de titres sur le marché. Au début de l'année 2017, les deux parties ont informé SIPH de leur réflexion autour d'un renforcement de leur coopération dans la Société.

Au 6 juin 2017, CFM détient 25,33% des droits de vote et 23,81% du capital de la Société. A cette même date, SIFCA détient 62,89% des droits de vote et 55,59% du capital.

Le 6 juin 2017, CFM et SIFCA ont conclu un protocole d'accord (ci-après le « **Protocole d'Accord** ») constitutif d'une action de concert (ci-après le « **Concert** »), qui engendre l'obligation de lancer une Offre Publique sur l'ensemble des actions non détenues par le Concert, en application de l'article 234-2 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **l'AMF** »).

Mission d'Associés en Finance

Le 2 mars 2017, le Conseil d'Administration de SIPH a ratifié la nomination d'Associés en Finance en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 I et II du Règlement Général de l'AMF.

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par CFM, agissant de concert avec SIFCA, sur la totalité des actions existantes non détenues par le Concert, soit un nombre maximum de 1 042 324 actions représentant 20,60% du capital et 11,78% des droits de vote de la Société, au prix unitaire de 85,0 € par action payable en numéraire (ci-après « **l'Offre** »).

Conformément aux articles 237-14 et suivants du Règlement Général de l'AMF, CFM a l'intention de demander à l'AMF le retrait obligatoire des actions SIPH dans les trois mois suivant la clôture de l'Offre, dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires de la Société ne représenterait pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de SIPH. Sur le fondement de l'article 261-1 II du Règlement Général de l'AMF, le présent rapport se prononce également sur l'éventuelle mise en place d'un retrait obligatoire des actions SIPH.

Protocole d'Accord

Le Protocole d'Accord conclu entre CFM et SIFCA prévoit les engagements suivants :

- **Engagements de conservation** : SIFCA et CFM s'engagent à ne pas transférer d'actions SIPH jusqu'à la publication des résultats définitifs de l'Offre ou jusqu'à la date du retrait obligatoire s'il peut être mis en place ;
- **Coopération** : SIFCA et CFM s'engagent à faire tout leur possible en vue de la réalisation de l'Offre.

CFM et SIFCA ont également convenu des adaptations à apporter au Pacte d'Actionnaires, présenté ci-après, en cas de retrait obligatoire afin de supprimer les stipulations devenues sans objet et d'adapter sa durée (laquelle sera portée à vingt ans avec reconduction tacite pour dix ans).

Pacte d'Actionnaires

Le 6 juin 2017, CFM, SIFCA, ainsi que Parme Investissement et Immoriv, principaux actionnaires de SIFCA, ont établi et signé en présence de SIPH un nouveau pacte d'actionnaires (ci-après le « **Pacte d'Actionnaires** ») entré en vigueur pour une durée de cinq ans. Le Pacte d'Actionnaires organise la gouvernance de la Société et les opérations sur le capital de la Société qui pourraient être réalisées par les parties, notamment :

- **Acquisition complémentaire** : chacune des parties s'engage à informer les autres de tout projet d'acquisition de plus de 0,5% du capital de SIPH ;
- **Droit de préemption** : SIFCA et CFM se sont consentis des droits de préemption réciproques sur leur participation en cas de cession totale ou partielle à un tiers ;
- **Engagement de maintien de participation** : Parme Investissement et Immoriv se sont engagés à conserver un minimum de 51% des droits de vote de SIFCA et SIFCA s'est quant à elle engagée à conserver 34% des droits de vote de SIPH ;
- **Cession de titres à une personne indésirable** : SIFCA s'interdit d'effectuer une cession de titres à une personne indésirable, c'est-à-dire exerçant des activités concurrentes à l'activité de Michelin ou ne satisfaisant pas ses critères d'éthique ou de respect de l'environnement ;
- **Promesse d'achat / option de vente totale au bénéfice de CFM** : en cas de violation de l'engagement de maintien de participation ou de cession à une personne indésirable, SIFCA s'engage à acheter ou faire acheter à CFM la totalité des titres qu'il détient ;
- **Droit de sortie conjointe totale de CFM** : CFM dispose d'un droit de sortie conjointe totale en cas de projet de cession de titres qui amènerait Parme Investissement et Immoriv à détenir moins de 51% des droits de vote de SIFCA ou à SIFCA de détenir moins de 34% des droits de vote de SIPH ;
- **Cession de titres par CFM à un concurrent de SIPH** : CFM s'interdit d'effectuer une cession de titres SIPH à une personne qui exercerait une activité concurrente à celle de la Société ;
- **Vente à terme** : dans cinq années à compter de la date de clôture de l'Offre, CFM s'engage à céder à SIFCA, qui s'engage à acheter, un nombre d'actions SIPH égal à 25% du nombre d'actions SIPH qui seront apportées à CFM dans le cadre de l'Offre, à un prix égal au prix d'Offre et payable exclusivement en numéraire. Tous les 6 mois à compter de la date de clôture de l'Offre, SIFCA aura la possibilité de se voir transférer par anticipation un ou plusieurs cinquièmes des actions objets de la vente à terme.

L'examen par Associés en Finance du Protocole d'Accord et du Pacte d'Actionnaires conduit à conclure qu'aucun de ces documents ne présente de dispositions susceptibles de porter préjudice aux intérêts des actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.

Autres accords entre les parties

Associés en Finance a également examiné les accords d'assistance technique entre la Manufacture Française des Pneumatiques Michelin (ci-après « **MFPM** »), SIFCA et les sociétés du Groupe. MFPM est une filiale à 100% de la Compagnie Générale des Établissements Michelin, dont CFM est également filiale à 100%.

SIFCA assiste SIPH pour l'essentiel des fonctions supports, notamment dans le domaine comptable et financier, en mettant une partie de son personnel à la disposition de SIPH. SIFCA assiste SIPH dans l'amélioration de son organisation, dans le développement de ses systèmes d'information, ainsi que pour des questions juridiques et fiscales.

MFPM assiste SIPH pour le pilotage de la performance opérationnelle de la Société et de ses filiales. MFPM intervient dans le domaine hévéicole et met à disposition de SIPH des experts agricoles ainsi que des experts dans le domaine technique et industriel. MFPM assiste également le Groupe dans ses décisions d'investissement, ainsi que pour la réalisation d'études techniques.

Ces contrats portent sur des prestations nécessaires à l'activité du Groupe, conclus à des conditions normales de marché et faisant l'objet d'un examen annuel par le Conseil d'Administration. Elles ne sont donc pas de nature à induire un avantage particulier pour CFM et SIFCA.

Indépendance

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

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de SIPH ou de ses filiales au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance. Pour information, Associés en Finance n'est pas intervenu depuis dix-huit mois sur des missions d'expertise indépendante dont Oddo & Cie était établissement présentateur. Associés en Finance est intervenu comme expert indépendant dans le cadre de l'OPA initiée par Linamar sur Montupet en novembre 2015, pour laquelle Oddo & Cie était banque conseil ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- ne se sont vus confier aucune mission – autre que celle faisant l'objet de la présente Mission – par les sociétés concernées par l'Offre pour les mois à venir.

En conséquence, Associés en Finance remplit les critères d'indépendance requis pour effectuer cette mission.

Avertissement

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

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

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

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à la ratification de sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de SIPH du 2 mars 2017, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 2 mars 2017 au 6 juin 2017. Le présent rapport a été établi sur la base des cours au 31 mai 2017.

II. SIPH : présentation, analyse et stratégie

II.A. Historique

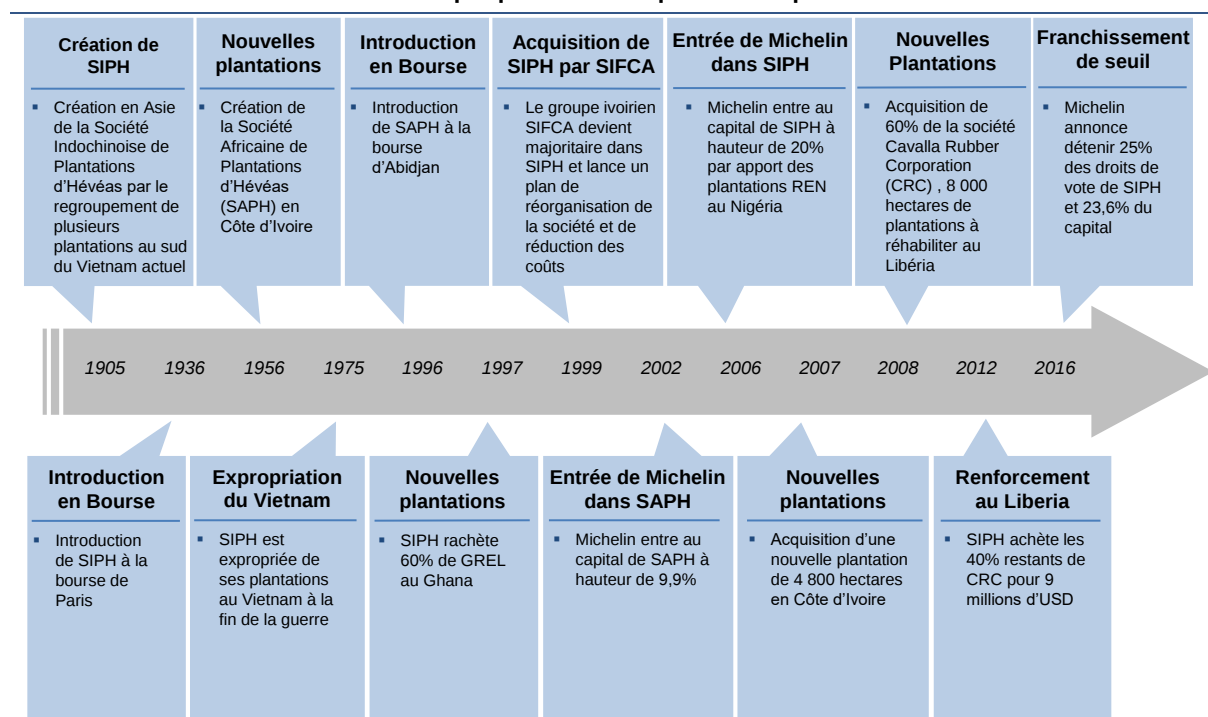
Créée en 1905, SIPH est une société française spécialisée dans la production, l'usinage et la commercialisation de caoutchouc naturel, principalement destiné à l'industrie pneumatique. Les plantations du Groupe sont aujourd'hui toutes localisées en Afrique de l'Ouest : en Côte d'Ivoire, au Nigéria, au Ghana et au Libéria. SIPH a la particularité de produire une partie de la matière première dans ses propres plantations (1/3) et d'acheter l'autre partie (2/3) auprès de planteurs indépendants. Ce modèle mixte lui permet d'être le premier producteur de caoutchouc naturel en Afrique¹.

SIPH et ses filiales (ci-après « **le Groupe** ») ont produit 218 000 tonnes de caoutchouc en 2016, ce qui représente 1,8% de la production mondiale. Le Groupe dispose de 58 500 hectares de plantations propres en Afrique et emploie plus de 11 000 collaborateurs. Il faut noter que les filiales de SIPH ne sont pas en général propriétaires des terrains sur lesquels se trouvent leurs plantations : l'Etat en est propriétaire et les attribue à un exploitant pour une durée déterminée avec des conditions définies. Les filiales ne disposent donc que de concessions ou de baux longs pour leurs plantations, dont la durée moyenne est de 45 ans.

L'activité du Groupe est divisée en 4 filiales de production : SAPH en Côte d'Ivoire, qui réalise la majorité de la production, GREL au Ghana, RENL au Nigéria et CRC au Libéria. Chaque filiale rassemble le latex produit et celui acheté aux planteurs indépendants dans des centres de traitement pour le transformer en caoutchouc et le vendre à SIPH. Le caoutchouc est ensuite commercialisé par SIPH en Europe, Asie, Amérique du Nord ou Afrique du Sud à des fabricants de pneus.

Le Graphique 1 présente l'historique du groupe, depuis sa création en Asie en 1905.

Graphique 1 : Historique du Groupe



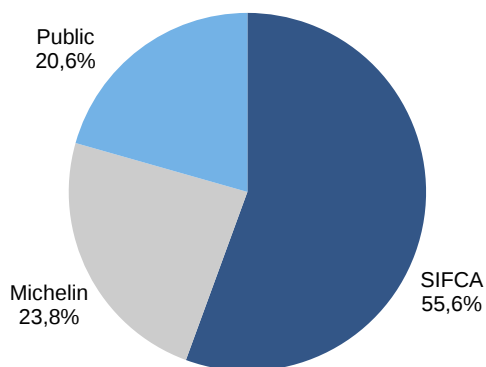
Source : SIPH

¹ Conformément à la terminologie employée par la Société, les termes « producteur » ou « production » peuvent concerner aussi bien la production propre du Groupe que les achats auprès des planteurs indépendants.

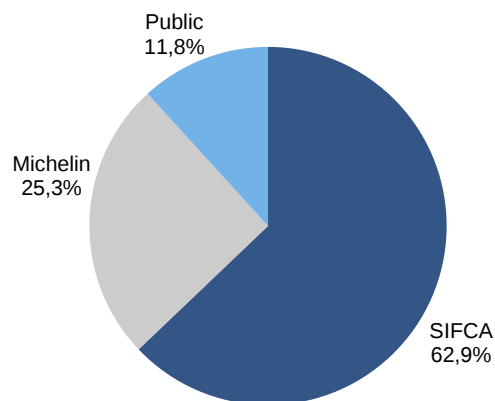
II.B. Actionnariat et organigramme

II.B.1. Actionnariat de SIPH

Graphique 2 : Répartition du capital au 6 juin 2017



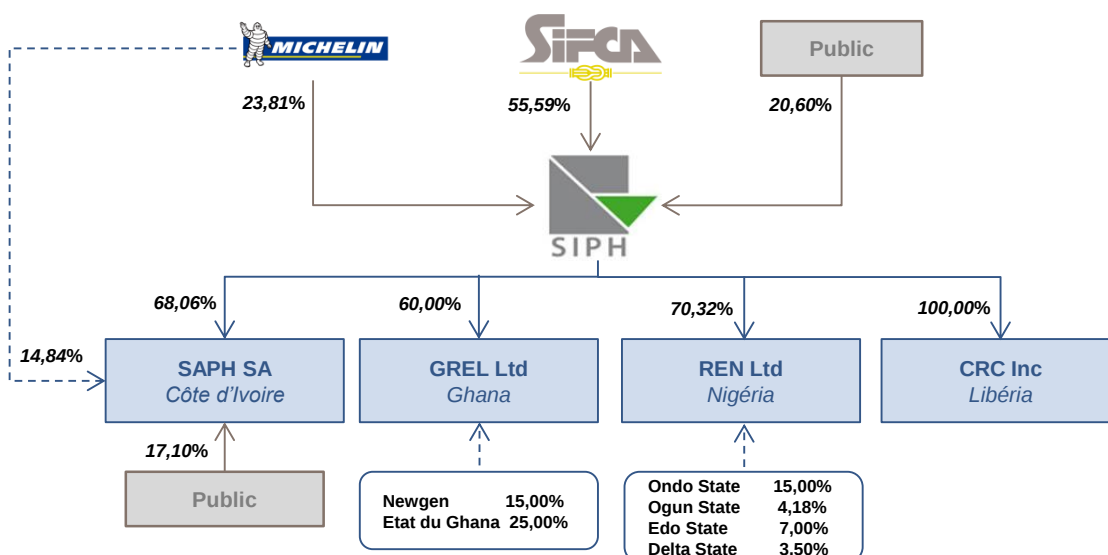
Graphique 3 : Répartition des droits de vote au 6 juin 2017



Source : SIPH

II.B.2. Organigramme du Groupe

Graphique 4 : Organigramme du Groupe



Source : SIPH

II.C. Le marché du caoutchouc naturel

Le caoutchouc naturel et le caoutchouc synthétique

Le caoutchouc naturel est obtenu par la transformation du latex issu de la saignée de l'hévéa, un arbre tropical qui ne pousse que dans certaines régions du monde au climat équatorial : Asie du Sud-Est, Afrique de l'Ouest et Amérique Latine.

Le caoutchouc synthétique est le substitut du caoutchouc naturel. Il est apparu dans les années 1930 dans l'industrie allemande. Les Etats-Unis vont l'utiliser massivement à partir de 1942, étant privé de leur approvisionnement en caoutchouc naturel par le Japon. Le caoutchouc synthétique est obtenu par combustion du pétrole et il en existe aujourd'hui plus de 20 sortes.

Le caoutchouc naturel possède des qualités que le caoutchouc synthétique ne permet pas d'obtenir, notamment un plus faible échauffement et une meilleure capacité à reprendre sa forme initiale. Il reste le plus utilisé dans la fabrication de pneumatiques, particulièrement dans les produits considérés comme complexes ou technologiques, notamment les pneus d'avions, d'engins agricoles, d'engins de chantier ou de camions.

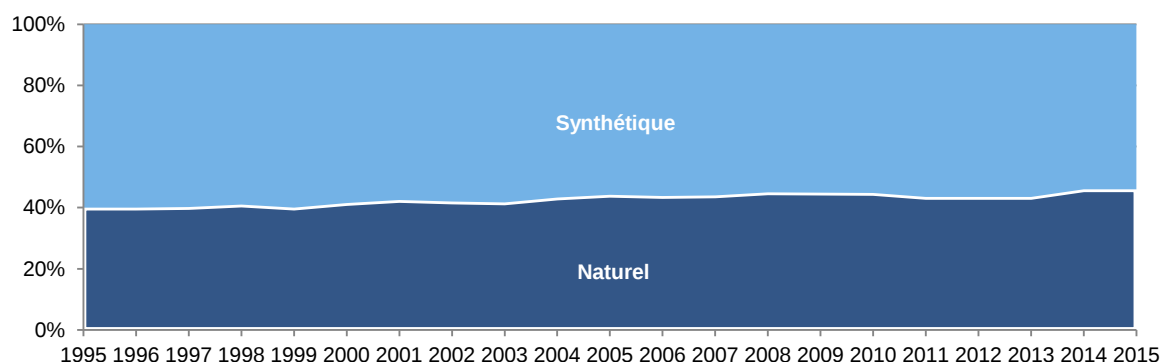
Tableau 1 : Avantages / Inconvénients du caoutchouc naturel et du caoutchouc synthétique

	Caoutchouc naturel	Caoutchouc synthétique
Avantages	Faible échauffement	Ne dépend pas du cours du caoutchouc naturel
	Forte capacité à retrouver sa forme initiale	Utile quand des propriétés mécaniques spécifiques sont requises
	Recyclable	
Inconvénients	Faible tenue au vieillissement (chaleur/UV)	Dépendance au cours du pétrole
	Dépendance au cours du caoutchouc naturel	Non recyclable
		Faible tenue au vieillissement

Source : Associés en Finance

Depuis 1995, la part du caoutchouc naturel par rapport à celle du caoutchouc synthétique n'a pas beaucoup évolué et a même légèrement progressé. Ainsi, en 1995 le caoutchouc naturel représentait 40% de la consommation totale contre 44% aujourd'hui. A l'avenir, la part du caoutchouc naturel ne devrait pas faiblir par rapport au caoutchouc synthétique : outre ses propriétés physiques, il offre l'avantage d'être fabriqué à partir de produits recyclables, ce qui n'est pas le cas du caoutchouc synthétique, et les fabricants de pneumatiques sont de plus en plus sensibles à la question environnementale.

Graphique 5 : Evolution de la part du caoutchouc naturel dans la consommation mondiale



Source : International Rubber Study Group

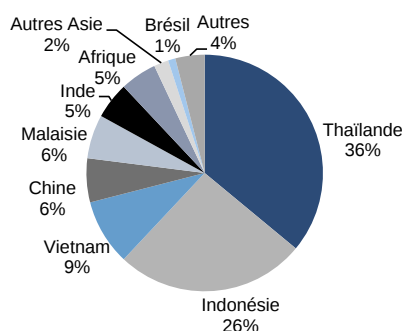
L'offre de caoutchouc naturel

Les techniques de culture et de saignée de l'hévéa sont très spécifiques. L'hévéa est d'abord développé en pépinière puis planté en extérieur. Il commence à produire du latex entre 5 et 7 ans après sa plantation. L'hévéa a une durée de vie moyenne de 40 ans et atteint le maximum de son rendement entre 15 et 25 ans.

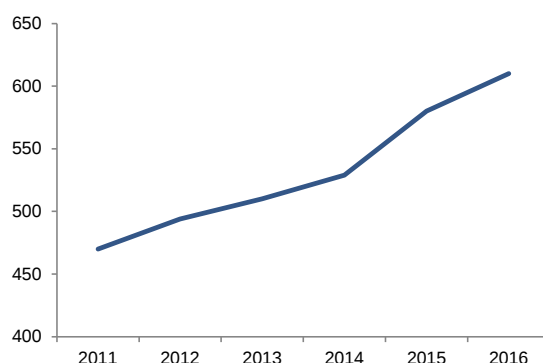
Le latex se récolte par saignées sur l'écorce du tronc de l'hévéa. Celle-ci se fait en général à 1,50 m de hauteur lorsque les hévéas ont atteint 50 cm de circonférence, sur deux panneaux découpés verticalement sur la moitié du tronc. Chaque année, environ 30 cm d'un des deux panneaux est saigné, puis l'année suivante, c'est une partie de l'autre panneau qui est saignée. Le latex provenant des feuilles, les saignés les plus productives sont les plus proches des feuilles. Une fois que le tronc a été exploité en entier, on peut effectuer à nouveau des saignées sur les endroits régénérés mais la productivité est moins bonne.

Bien que l'hévéa soit originaire d'Amérique Latine, plus de 95% de la production de caoutchouc naturel provient d'Asie. En effet, l'Amérique Latine est contaminée par la « maladie des feuilles », provoquée par un champignon naturel qui empêche le développement de production industrielle de latex. L'Afrique représente pour sa part 5% de la production mondiale.

Graphique 6 : Répartition de la production de caoutchouc naturel par régions en 2015



Graphique 7 : Evolution de la production en Afrique depuis 2011 en milliers de tonnes



Source : SIPH

Selon LMC International, société indépendante de conseil et d'étude sur les marchés des matières premières, la production mondiale de caoutchouc naturel devrait progresser de +26% entre 2015 et 2025. Les prévisions concernant l'Afrique sont au-dessus de ces estimations moyennes, avec une croissance prévue de +51% entre 2015 et 2025. L'Afrique devrait représenter 6,2% de la production mondiale en 2025 contre 5,2% en 2015. Cette progression devrait se faire aux dépens des grands pays producteurs asiatiques (+12,9% pour la Thaïlande et +17,9% pour l'Indonésie), où la croissance est limitée par la saturation des espaces cultivables et la concurrence de l'huile de palme.

De nombreux producteurs et consommateurs à travers le monde (plus de 120 industriels) se sont regroupés au sein de l'International Rubber Study Group (IRSG). Créée en 1944, l'IRSG est une organisation intergouvernementale qui a pour objectif la réalisation d'études sur les questions touchant l'offre et la demande de caoutchouc naturel et synthétique pour toutes ses parties prenantes.

Certains producteurs de caoutchouc naturel se sont plus spécifiquement réunis au sein d'organisations régionales ayant pour but de contrôler la quantité et la qualité de la production. En Asie, les trois grands pays producteurs (Thaïlande, Indonésie et Malaisie) se sont regroupés au sein de l'*International Rubber Consortium Limited* (IRCo). En Côte d'Ivoire, la majorité des acteurs sont rassemblés au sein de l'Association des Professionnels du Caoutchouc de Côte d'Ivoire (APROMAC).

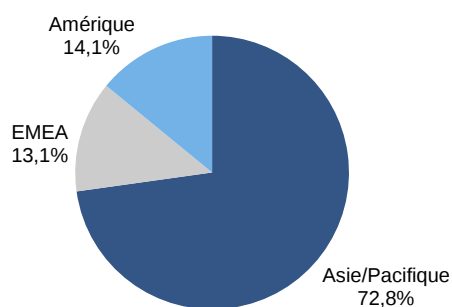
La demande de caoutchouc naturel

L'industrie pneumatique est le principal consommateur de caoutchouc naturel au monde, avec près de 9 millions de tonnes consommées chaque année, soit environ 70% de la production mondiale en 2015. Les 30% restants sont consommés par l'industrie : gants, préservatifs, chaussures, biberons et gommés.

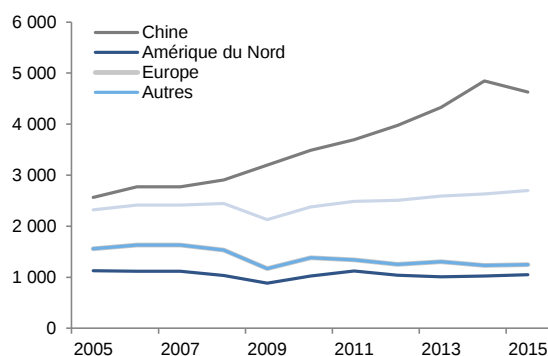
De 2000 à 2013, la consommation mondiale de caoutchouc naturel a augmenté de façon régulière et constante à un taux moyen de +3,7% par an. Elle a cependant connu un coup d'arrêt en 2015 (+0,3%), suite au ralentissement de l'économie chinoise, puis a légèrement repris en 2016 (+2,9%) pour s'établir à 12,1 millions de tonnes.

Le cours du caoutchouc est très corrélé à la conjoncture économique chinoise et à la santé de son secteur automobile. En effet, la Chine est le premier pays consommateur de caoutchouc avec 40% de la consommation mondiale. Alors que la consommation chinoise de caoutchouc a progressé à un rythme soutenu de 2010 à 2014 (croissance annuelle moyenne de +8,6%), sa chute en 2015 (-5,2%) a été le principal facteur de ralentissement de la consommation mondiale. La consommation de caoutchouc en Chine a repris en 2016 avec 4,8 millions de tonnes consommées, à un rythme qui reste inférieur aux tendances passées (+5%). Cependant, l'annonce en décembre 2016 d'une année record pour le marché automobile chinois, avec une croissance de l'ordre de +13% par rapport à 2015, a contribué à la forte progression (+29,2%) des cours du caoutchouc sur le dernier trimestre 2016.

Graphique 8 : Répartition de la consommation de caoutchouc naturel par région en 2015



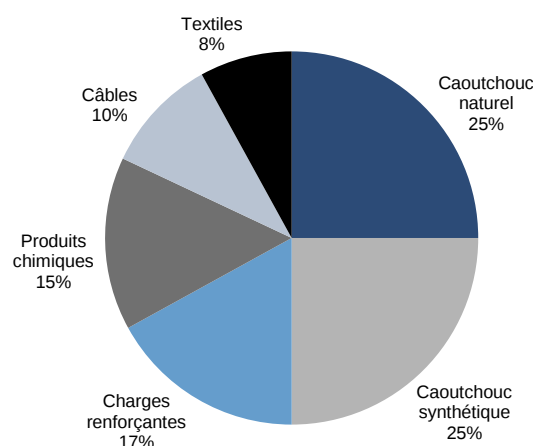
Graphique 9 : Evolution de la consommation de caoutchouc naturel depuis 2005 par région en milliers de tonnes



Source : IRSG

Les besoins en caoutchouc naturel des producteurs de pneumatiques sont très importants : un pneu classique comporte 18% de caoutchouc naturel, ce qui représente à peu près 1,35 kg par pneu. A titre d'exemple, le caoutchouc naturel a pesé pour 25% des dépenses d'achats de matières premières de 4,3 Mds € de Michelin en 2016, soit 1,1 Mds € ou environ 5,1% de son chiffre d'affaires.

Graphique 10 : Répartition des achats de matières premières de Michelin en 2016



Source : Informations publiques

Les résultats des pneumaticiens sont dès lors dépendants du cours du caoutchouc naturel : en février dernier, Michelin a annoncé une hausse du prix de ses pneumatiques afin de répercuter l'augmentation des coûts des matières premières, principalement le caoutchouc naturel, le butadiène et le pétrole. Cette augmentation pourra atteindre 8% selon les pneumatiques. Le caoutchouc naturel, qui représente la majorité des achats de matières premières, pèse de façon significative dans cette augmentation : alors que les cours du caoutchouc naturel dépassaient les 2 €/kg en début d'année 2017, Michelin prévoyait un effet coût des matières premières de -900 M€, dont -650 M€ au titre du caoutchouc naturel (compte tenu d'un cours moyen sur l'année 2016 à 1,26 €/kg), soit environ 3% de son chiffre d'affaires.

L'organisation du marché du caoutchouc naturel et l'évolution des cours

Suite à sa transformation en usine (élimination des impuretés, mélange et coagulation), le caoutchouc naturel est commercialisé sous deux formes de conditionnement :

- **Le RSS (*Ribbed Smoked Sheet*)** : le caoutchouc coagulé est roulé en feuilles et séché dans des fumoirs. Il existe différentes qualités de ce caoutchouc : RSS IX (RSS de qualité supérieure), puis RSS 1, RSS 2, RSS 3, RSS 4 et RSS 5 (le RSS 5 étant celui de moins bonne qualité) ;
- **Le TSR (*Technically Specified Rubber*)** : le caoutchouc coagulé est lavé, et déchiqueté en granulés avant d'être séché pour former des blocs de caoutchouc. Les différents types de TSR sont classés par ordre de qualité décroissante de la façon suivante : TSR CV, L, 10, 20 et 50.

Le caoutchouc est coté sur les marchés dérivés de matières premières, principalement sur le marché de Tokyo (TOCOM) et celui de Singapour (SICOM). Les deux types de caoutchouc (RSS et TSR) cotés sur ces marchés correspondent aux qualités standards : RSS 3 et TSR 20. Le TSR 20 est le type de caoutchouc le plus vendu au monde et principalement utilisé dans l'industrie pneumatique. Les futures sont cotés en yen/kg sur le TOCOM et en centime de \$/kg sur le SICOM.

Le cours du caoutchouc est très dépendant des trois grands pays producteurs : la Thaïlande, l'Indonésie et la Malaisie, qui représentent à eux seuls plus de 60% de la production mondiale.

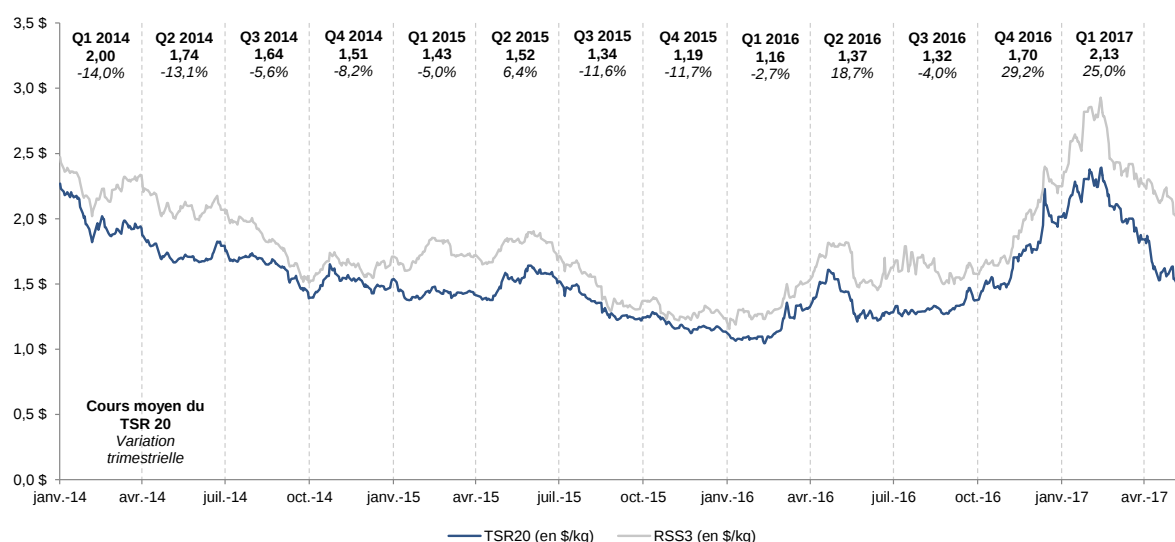
Après avoir atteint des points hauts historiques en 2011, les cours du caoutchouc ont continuellement chuté jusqu'en septembre 2016. Plusieurs facteurs expliquent cette évolution :

- Une baisse de la demande du caoutchouc, notamment de l'industrie automobile et en particulier en Chine ;

- Des stocks excédentaires liés à la forte production des précédentes années, compte tenu des niveaux de cours importants ;
- La baisse du cours du pétrole, qui a rendu la fabrication de caoutchouc synthétique plus compétitive.

Après avoir atteint un pic au milieu du premier trimestre 2017, sous l'effet d'une hausse de la consommation automobile chinoise et des conditions climatiques en Asie du Sud-Est, les cours du caoutchouc ont fortement chuté retrouvant leurs niveaux d'alors.

Graphique 11 : Evolution des cours du caoutchouc TSR 20 (SICOM) et RSS3 (SICOM) depuis janvier 2014 et moyenne trimestrielle du cours du TSR 20 (SICOM) (en \$/kg)

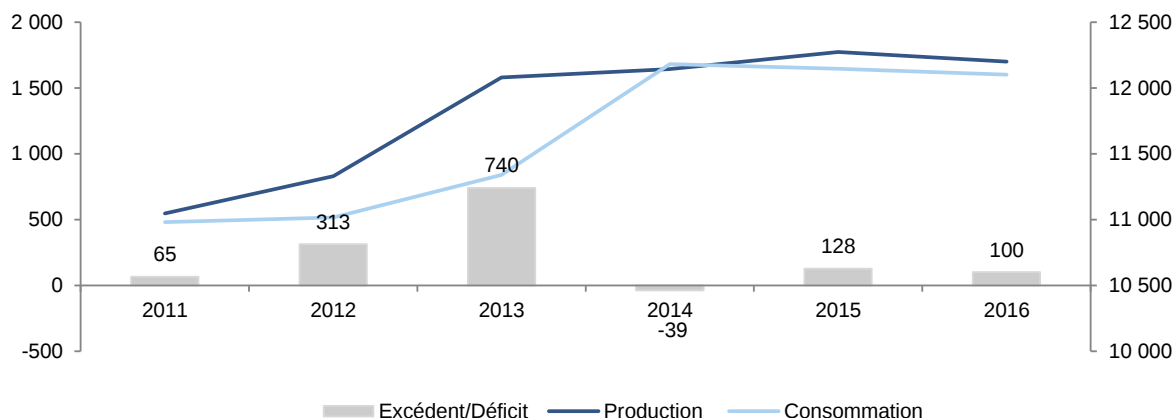


Source : Capital IQ

La production de caoutchouc est difficile à contrôler pour les pays producteurs : la majeure partie du latex est produite et récoltée par de petits planteurs locaux et non par des groupes industriels. Selon Michelin, 85% des exploitations appartiennent à des petits propriétaires². Ces planteurs indépendants ne produisent pas forcément en fonction de la demande, mais de leurs besoins. Les stocks de caoutchouc ont ainsi été largement excédentaires ces dernières années. Le graphique ci-dessous retrace les évolutions des excédents/déficits de la production de caoutchouc.

² Communiqué de presse du 2 novembre 2016, site michelin.com, « L'hévéa : l'arbre derrière le pneu »

Graphique 12 : Evolution de la production et de la consommation mondiale de caoutchouc



Sources : IRSG, SIPH et Cyclope – les marchés mondiaux 2015

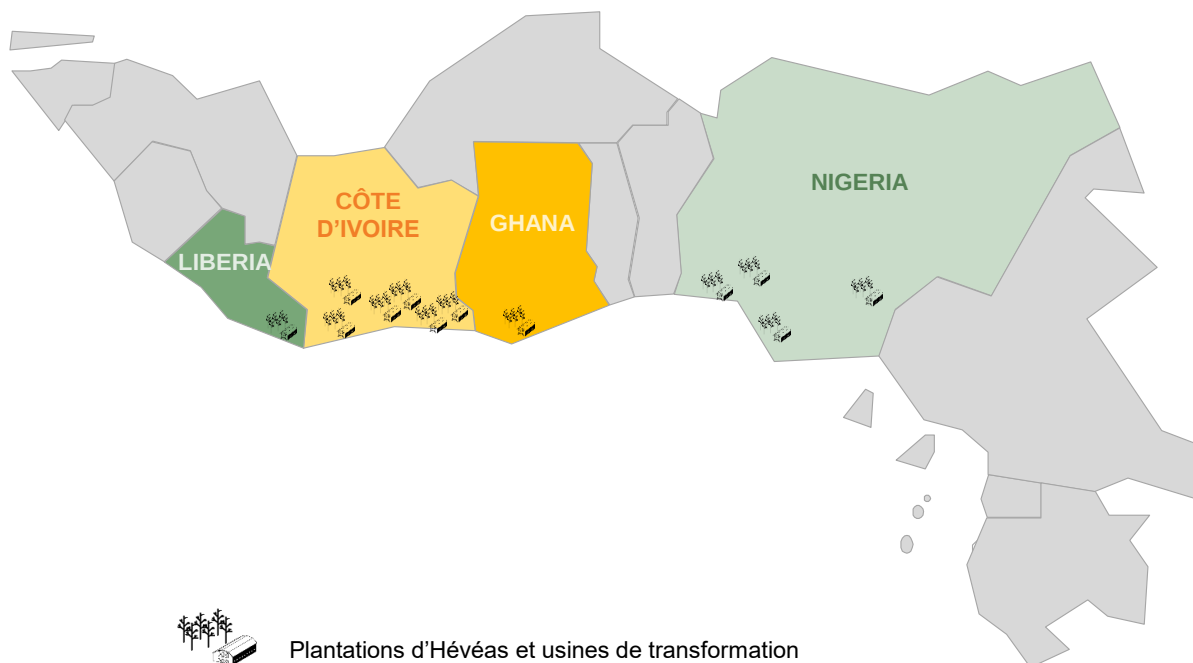
L'IRCo et les gouvernements locaux d'Asie du Sud-Est entreprennent un certain nombre d'actions pour tenter d'influencer la fixation des prix du caoutchouc : interventions sur les marchés à terme, contrôle de la production et quotas d'exportation. Ainsi, afin de stopper la baisse des cours, un accord a été trouvé en mars 2016 (*Agreed Export Tonnage Scheme*) entre les trois pays membres de l'IRCo pour réduire la production de caoutchouc de 700 000 tonnes sur le marché mondial en 2016. En parallèle, ces trois pays prévoient d'augmenter leur consommation de caoutchouc. La Malaisie a ainsi décidé d'utiliser du caoutchouc naturel dans la construction de ses routes et cette consommation devrait représenter 10% de la production totale du pays. La Thaïlande, premier producteur mondial, a aussi passé un accord avec des petits producteurs afin de leur acheter du caoutchouc au-dessus des prix du marché, et devrait également utiliser du caoutchouc naturel pour la construction de ses routes.

Les producteurs industriels asiatiques tentent également de faire remonter les prix du caoutchouc naturel. Sri Trang et Halcyon (représentant à eux seuls presque un cinquième de la production mondiale), ainsi que 8 autres producteurs industriels, ont passé un accord en 2016 dans le but de faire remonter les prix. Cet accord prévoit de contrôler leur production et de rompre les liens entre les prix « physiques » du caoutchouc et les prix sur les marchés à terme. Halcyon a ainsi déclaré qu'il serait prêt à arrêter d'approvisionner le système du SICOM pour négocier en direct avec les acheteurs.

II.D. Les activités du groupe

Le Groupe, à travers ses 4 filiales de production, possède des plantations d'hévéas et des usines de transformation du latex en caoutchouc au Libéria, en Côte d'Ivoire, au Ghana et au Nigéria. SIPH a mené depuis plusieurs années une politique d'investissement massif dans ses plantations. Entre 2012 et 2016, les superficies dédiées à l'hévéaculture ont augmenté de 4 848 hectares. Ces plantations représentent aujourd'hui plus de 58,5 milliers d'hectares dont environ 65% sont des plantations immatures ou exploitées depuis moins de 15 ans. Le Groupe dispose donc d'un fort potentiel pour augmenter sa production dans les années à venir.

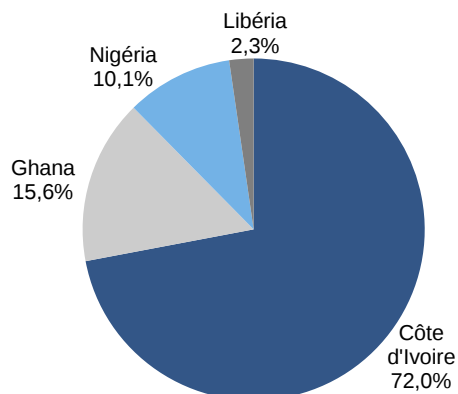
Graphique 13 : Localisation des plantations d'hévéas et des usines de transformation du Groupe



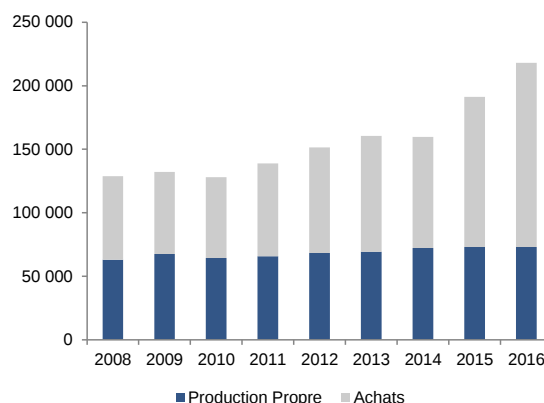
Source : SIPH

En 2016, les filiales de SIPH ont produit plus de 218 Kt de caoutchouc, dont 73 Kt en production propre et 145 Kt d'achats aux planteurs. L'essentiel de la production repose sur les plantations en Côte d'Ivoire qui ont représenté 72% de la production en 2016. Les planteurs extérieurs représentent quant à eux la majorité de la production avec 66,5% de la production en 2016. Les graphiques ci-dessous représentent la répartition de la production par pays et l'évolution de la production propre et des achats depuis 2008.

Graphique 14 : Répartition de la production totale de caoutchouc naturel du Groupe par pays en 2016



Graphique 15 : Evolution de la production propre et des achats du Groupe depuis 2008



Source : SIPH

SIPH achète le caoutchouc exporté par ses filiales pour ensuite le commercialiser auprès de ses clients. En 2016, SIPH a ainsi réalisé un chiffre d'affaires caoutchouc consolidé de 249,4 M€, en augmentation de +10,7% par rapport à 2015 et de 267,9 M€ en intégrant les activités connexes.

II.D.1. Société Africaine de Plantations d'Hévéas – Côte d'Ivoire

SIPH s'est implanté en Côte d'Ivoire dans les années 1950 via sa filiale SAPH, qui a pour activité la production et la transformation de caoutchouc. SAPH est la filiale la plus importante du Groupe, puisqu'elle a réalisé 72% de la production totale de SIPH en 2016. SAPH possède 22 920 hectares de plantations, dont 5 669 hectares de plantations immatures, et 5 usines de transformation du caoutchouc.

La Côte d'Ivoire est aujourd'hui le premier producteur de caoutchouc naturel en Afrique avec 480 Kt produites en 2016 et 150 000 agriculteurs indépendants. La présence historique de SIPH en fait le leader dans le pays avec une production propre de 29 995 tonnes et des achats de 126 826 tonnes, soit une part de marché de plus de 30%. SAPH espère voir ses coûts d'achat aux producteurs locaux diminuer, notamment du fait de la faillite de petits producteurs lié à la période de faible cours du caoutchouc, qui a contribué à assainir le marché. Le prix d'achat aux producteurs est fixé tous les mois par l'Association des Professionnels du Caoutchouc en Côte d'Ivoire (APROMAC) en fonction du cours du TSR 20 sur le SICOM. Ce prix ne peut être inférieur au prix garanti par le gouvernement de 61% du cours du caoutchouc.

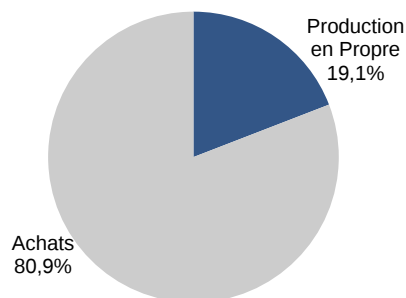
La production connaît une croissance rapide en Côte d'Ivoire. Elle est passée de 159 Kt en 2006 à 480 Kt en 2016. Ce dynamisme repose essentiellement sur les planteurs indépendants. Ainsi, les achats de caoutchouc, qui représentaient moins de 50% de la production de SAPH en 2000, représentent aujourd'hui plus de 81% de sa production.

Cette évolution nécessite une adaptation de SAPH, notamment dans le contrôle de la qualité de la matière première fournie par les planteurs et dans la gestion du risque de volatilité des prix. Le prix d'achat de la matière première étant corrélé au cours, SAPH fixe le prix de ses ventes de façon à sécuriser ses marges.

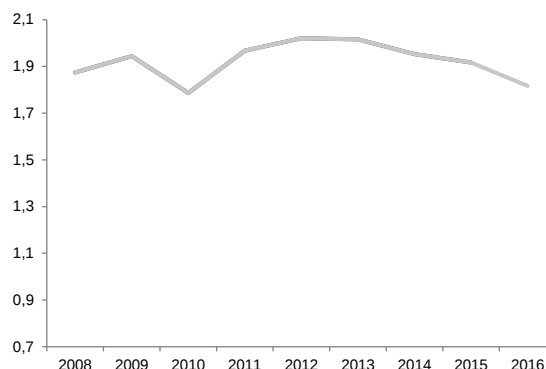
SAPH a investi 31,6 M€ en 2014 et 22,1 M€ en 2015. Les investissements ont été majoritairement consacrés à l'adaptation des usines (8,2 M€), dont la capacité de production est passée de 120 Kt à 180 Kt. Ils ont également servi à l'entretien et au renouvellement des plantations (6,7 M€), ainsi qu'au développement du logiciel d'optimisation ERP, qui devrait aider à réduire les coûts de production et améliorer l'organisation de la société. Le rendement des plantations en Côte d'Ivoire est relativement élevé par rapport aux autres filiales. Il est stable depuis 2008, à presque 2 tonnes de caoutchouc par an et par hectare de plantations matures.

SAPH va continuer l'optimisation de sa performance afin de réduire le prix de revient du caoutchouc transformé à la fois à travers son logiciel ERP ainsi que par l'amélioration du rendement de ses plantations. De plus, la société entend poursuivre l'augmentation de ses capacités industrielles afin de profiter de la croissance de la production ivoirienne.

Graphique 16 : Répartition de la production en propre et des achats de SAPH en 2016



Graphique 17: Evolution du rendement en tonnes de caoutchouc par hectare de plantations matures



Source : SIPH

II.D.2. Ghana Rubber Estates Ltd - Ghana

Créées en 1967 par le gouvernement ghanéen, les plantations de GREL ont été rachetées en 1997 par SIPH. GREL gère des plantations d'hévéas et des usines de transformation de caoutchouc. La société développe et encadre également des projets de développement villageois autour de la culture d'hévéas. Fin décembre 2016, GREL possède 15 172 hectares de plantations dédiées à l'hévéa, dont 4 965 de cultures immatures, et une usine de transformation.

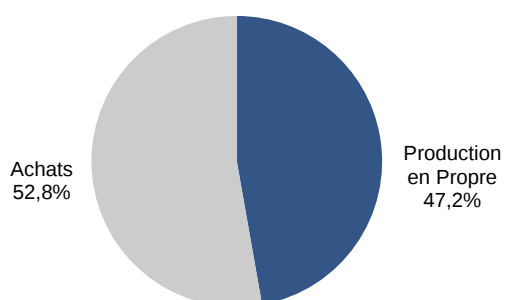
La production en propre de caoutchouc de GREL a augmenté en 2016 : 16 353 tonnes contre 15 557 tonnes en 2015. GREL a investi dans ses plantations pour en augmenter le potentiel productif et espère atteindre une production de 21 Kt par an en 2020.

L'Agence Française de Développement a mis en place deux programmes de plantations villageoises d'hévéas en 2010 et 2015, pour lesquels GREL intervient en tant qu'opérateur technique. L'opérateur financier est l'ADB (*Agricultural Development Bank*) et ROAA (*Ruber Outgrowers and Agents Association*) est chargé de représenter l'intérêt des planteurs. Le programme lancé en 2014 prévoit de développer 10 500 hectares de plantations en régions Centre et Ouest du pays en phase IV, puis 12 000 hectares en Phase V.

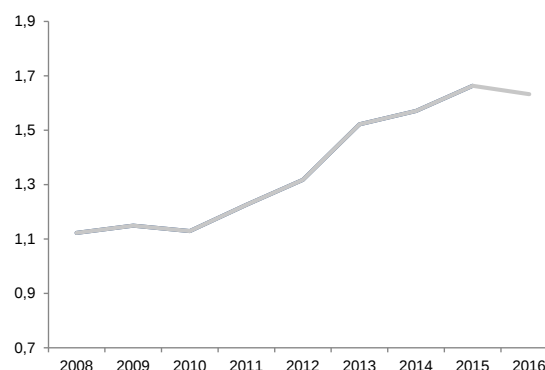
GREL a également mis en place des programmes de promotion de l'hévéaculture au Ghana. Via son projet « *self-financed* », la société fournit des plants et de l'assistance technique à des planteurs indépendants. Ces programmes lui ont permis d'augmenter le volume de ses achats auprès des villageois de 14 916 tonnes en 2015 à 18 282 tonnes en 2016.

En 2015, GREL a investi 3,6 M€ dans ses plantations pour le *planting*, l'acquisition de nouvelles terres et la préparation des terrains, et 2,6 M€ dans son usine principalement pour étendre ses entrepôts. Son programme soutenu d'investissement lui a permis d'augmenter significativement le rendement de ses plantations, de 1,1 tonne produite par hectare en 2008 à 1,6 tonne en 2016.

Graphique 18 : Répartition de la production en propre et des achats de GREL en 2016



Graphique 19 : Evolution du rendement en tonnes de caoutchouc par hectare de plantations matures



Source : SIPH

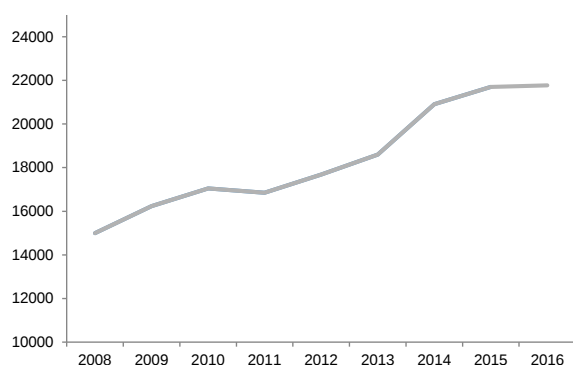
II.D.3. RENL - Nigéria

Les plantations de RENL au Nigéria ont été apportées à SIPH en 2006 par Michelin. SIPH s'est ensuite renforcé à hauteur de 70% dans la société en 2010. Ses activités sont la plantation d'hévéas et la transformation de caoutchouc en usine. Fin 2016, les superficies d'hévéas représentent 14 371 hectares, dont 3 709 hectares en cultures immatures.

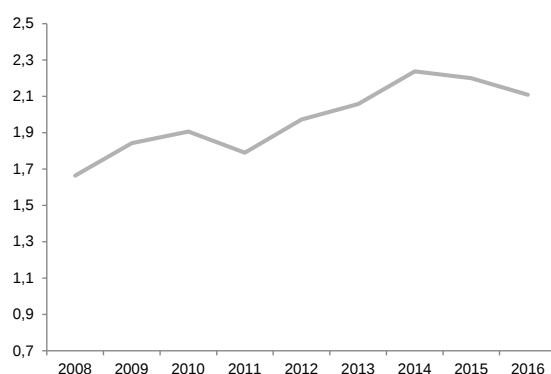
L'hévéaculture est peu présente dans ce pays et les producteurs indépendants sont peu nombreux. RENL a mis en place un programme de développement des plantations familiales à proximité de ses sites, qui devrait augmenter significativement ses achats de matière première pour les années à venir.

Le rendement est très bon au Nigéria et continue d'augmenter : il est ainsi passé de 1,6 tonne par hectare de plantations matures à près de 2,1 entre 2008 et 2016. Cette productivité couplée à l'achat de nouvelles plantations a permis d'augmenter significativement la production de SIPH au Nigéria de 15 Kt en 2008 à un peu moins de 22 Kt aujourd'hui. Compte tenu de ses investissements et de la qualité de ses parcelles, RENL espère dépasser 30 Kt par an d'ici 10 ans.

Graphique 19 : Evolution de la production au Nigéria en tonnes depuis 2008



Graphique 20 : Evolution du rendement en tonnes de caoutchouc par hectare de plantations matures



Source : SIPH

II.D.4. Cavalla Rubber Corporation - Libéria

Cavalla Rubber Corporation a été intégré au Groupe en 2008 suite au rachat de 60% de son capital par SIPH. La société est devenue filiale de SIPH à 100% en 2012. Comme les autres filiales, CRC a pour activité la culture de l'hévéa et la transformation de caoutchouc. Fin 2016, CRC possédait 6 100 hectares dédiés à l'hévéaculture dont 2 241 hectares en cultures immatures.

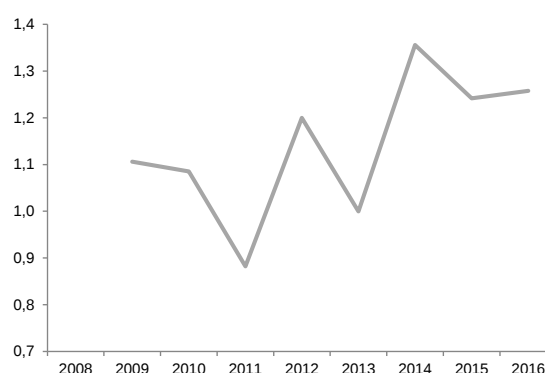
La production propre s'établit à 4 775 tonnes pour l'année 2016 contre 5 330 en 2014. La baisse de la production est due au vieillissement des plantations : CRC dispose d'un verger ancien, mais avec des possibilités d'extension importantes. La relance de la production sera lente puisqu'elle nécessite la replantation de nouveaux arbres qui mettront 5 à 7 ans à devenir matures pour la récolte de latex. Le rendement des terres a été inégal depuis 2008, alors qu'il a été stable ou en croissance pour les autres filiales du groupe, tout comme la production.

Le Libéria représente un potentiel de croissance non négligeable pour SIPH, le pays est en effet le deuxième producteur de caoutchouc en Afrique de l'Ouest.

Graphique 21 : Evolution de la production au Libéria en tonnes depuis 2008



Graphique 22 : Evolution du rendement en tonnes de caoutchouc par hectare de plantations matures



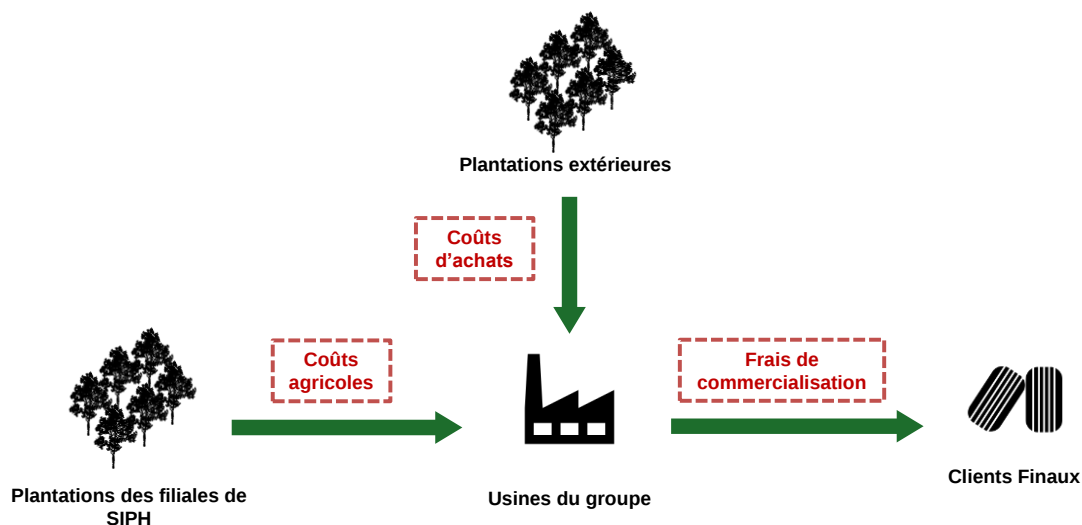
Source : SIPH

II.D.5. L'activité de commercialisation

L'activité principale de SIPH sur son périmètre social est d'acheter le caoutchouc exporté par ses filiales et de le commercialiser auprès de ses clients. Le risque client est donc géré et supporté par SIPH pour le compte de ses filiales. SIPH a également une activité de *General Trade* : la Société fournit les matériels, les pièces détachées et les consommables industriels à ses filiales grâce à son expérience d'exportateur et à sa connaissance des fournisseurs internationaux. Cette activité a représenté un chiffre d'affaires de 22 M€ en 2015, soit près de 9% du chiffre d'affaires total.

Le schéma ci-dessous retrace le modèle économique de SIPH : les filiales ont des coûts de production ou d'achat pour obtenir la matière première, avant la transformation du latex en usines, qui occasionne des coûts de transformation. SIPH achète ensuite le caoutchouc aux différentes filiales, à un prix fixé en fonction du cours du caoutchouc, et le commercialise auprès de ses clients finaux, notamment pneumaticiens. Le chiffre d'affaires de SIPH dépend donc largement du cours du caoutchouc.

Graphique 23 : Modèle économique de SIPH



Source : SIPH

II.E. Fondamentaux de l'environnement opérationnel

II.E.1. Modèle économique de SIPH et exposition aux différents risques

Cyclicité du chiffre d'affaires et sensibilité des résultats au cours du caoutchouc

Le chiffre d'affaires du Groupe est particulièrement sensible au cours du caoutchouc naturel, coté sur les marchés dérivés de matières premières, principalement à Tokyo et Singapour. Les ventes du Groupe sont indexées sur le cours du TSR 20 (SICOM), caoutchouc le plus vendu au monde et principalement utilisé dans l'industrie pneumatique. Lors des dernières années, le cours du caoutchouc naturel s'est avéré extrêmement volatil, ayant atteint près de 6 \$/kg au début de l'année 2011 avant de chuter jusqu'à 1 \$/kg au début de l'année 2016. Plusieurs raisons expliquent la volatilité du cours du caoutchouc naturel : du côté de l'offre, la production est majoritairement assurée par des planteurs indépendants, dont les raisonnements économiques selon les situations de cours sont plus difficilement appréhendables. Du côté de la demande, l'industrie pneumatique constitue le débouché quasi-exclusif des producteurs de caoutchouc naturel, ce qui explique leur dépendance à l'industrie automobile et plus particulièrement à la Chine, principal catalyseur de la consommation automobile mondiale.

En termes de marge, le risque caoutchouc expose SIPH de manière différente selon le mode de production :

- **Lorsque la matière première est produite par une filiale de SIPH**, son coût de production est indépendant du niveau du cours du TSR 20 (SICOM). Le Groupe ne génère une marge positive que si le prix de revient est supérieur au point mort, mais le potentiel de marge est très important en cas de hausse des cours ;
- **Lorsque la matière première est achetée à des planteurs indépendants**, le prix d'achat, ou taux d'accès, est indexé sur le cours du TSR 20 (SICOM). Le Groupe ayant mis en place une politique de couverture afin de revendre le caoutchouc acheté aux planteurs sur la base d'un cours similaire au cours d'achat, SIPH n'est exposé aux risques de fluctuation du caoutchouc qu'à proportion de l'imperfection de cette couverture.

La sensibilité des résultats du Groupe aux cours du caoutchouc est donc dépendante de sa stratégie d'approvisionnement en matières premières, qui diffère entre les pays.

Relations avec les fournisseurs et achats aux planteurs indépendants

Les planteurs constituent des unités économiques indépendantes, qui ne prennent pas nécessairement les mêmes décisions pour une situation de cours donnée. En fonction de leur situation financière, de la variété de leur production ou de la taille de leur exploitation, ceux-ci peuvent choisir de réduire leur production quand les cours baissent ou au contraire d'intensifier la saignée afin de compenser la baisse des prix par un effet volume. A plus long terme, les planteurs arbitrent leur production entre les différentes matières premières et le caoutchouc naturel est notamment en concurrence avec le cacao ou l'huile de palme.

Cette diversité de raisonnement expose SIPH quant à l'utilisation de ses capacités industrielles, que la Société a développées au cours des dernières années afin d'être en mesure de traiter les quantités produites par les planteurs, ainsi que sur son taux d'accès, fonction de son positionnement concurrentiel par rapport aux planteurs.

Afin de fidéliser ses fournisseurs, SIPH a mis en place des processus d'encadrement technique en Côte d'Ivoire et au Ghana, qui permettent aux planteurs d'améliorer significativement leurs rendements. La Société forme les planteurs aux techniques optimales de récolte et leur propose d'acheter les jeunes plants issus des pépinières de SIPH, afin de s'assurer de la diversité et la qualité des *plantings*. Cette politique permet de fidéliser les planteurs et de s'assurer de standards de qualité proches de la production propre du Groupe.

Relations avec les clients

Le risque client est géré et supporté par SIPH pour le compte de ses filiales, qui assurent la production du caoutchouc. L'industrie pneumatique constitue le principal débouché de la production mondiale de caoutchouc naturel et se caractérise par un nombre d'acteurs limité. SIPH réalise 85% de son chiffre d'affaires auprès de ses 10 premiers clients. Alors que Michelin était le premier client du Groupe jusqu'en 2013, exercice au cours duquel le pneumaticien français représentait 29% du chiffre d'affaires du Groupe, il a désormais été détrôné par R1 International, qui représente 25% du chiffre d'affaires de SIPH en 2016. R1 International est une société de négoce de caoutchouc singapourienne issue de la fusion entre Mardec International et Cargill APAC, qui revendique plus d'un million de tonnes livrées aux consommateurs finaux en 2016.

Risques régionaux

Les entités productrices du Groupe sont implantées dans les pays d'Afrique de l'Ouest, zone qui a connu plusieurs périodes d'instabilité politique au cours des dernières décennies.

La Côte d'Ivoire a été coupée en deux entre 2002 et 2007, suite à un conflit militaire entre les Forces Armées de Côte d'Ivoire (FANCI), qui représentaient le pouvoir en place, et les Forces Nouvelles de Côte d'Ivoire (FNCI), qui regroupaient les principaux mouvements rebelles. Plus récemment, les élections présidentielles de 2010, dont le second tour opposait Laurent Gbagbo et Alassane Ouattara, ont débouché sur un conflit politique entre les deux candidats qui se sont simultanément déclarés vainqueurs. Soutenues par la communauté internationale, les Forces Républicaines de Côte d'Ivoire (FRCI) d'Alassane Ouattara prennent le contrôle du pays après quelques mois de combats et ce dernier est investi comme président en mai 2011. Laurent Gbagbo est arrêté et incarcéré à la Cour Pénale Internationale. Alassane Ouattara est réélu président en 2015 et fait adopter une nouvelle constitution au pays en novembre 2016, qui prévoit notamment la création d'un Sénat et d'un poste de vice-président, à l'issue d'un référendum adopté à une majorité de 93,5% des voix. D'un point de vue économique, le pays a engagé un grand plan de réhabilitation de ses infrastructures, qui devrait porter la croissance sur la période 2016-2020.

Le Ghana est considéré comme le pays le plus démocratique de la région. Nana Akufo-Addo, fils d'un ancien Président renversé par un coup d'Etat militaire en 1972, en est le Président depuis

janvier 2017. Une alternance démocratique s'opère entre le *National Democratic Congress* (NDC) et le *New Patriotic Party* (NPP).

Le Nigeria est soumis à de fortes tensions ethniques et religieuses, qui se sont exacerbées depuis 2009 dans sa zone nord-est où intervient Boko-Haram, qui cherche à y imposer la charia. L'organisation terroriste est combattue par l'armée nigériane mais également par les armées tchadienne et camerounaise. SIPH n'est pas présent dans la zone nord-est du pays. Du point de vue institutionnel, la victoire du parti *All Progressive Congress* (APC) aux élections de 2015 a marqué une alternance au pouvoir, après la domination du *People's Democratic Party* (PDP) depuis 1999. Économiquement, le Nigeria, pays le plus peuplé d'Afrique, est la première puissance africaine en termes de PIB. Cependant, son économie est très dépendante des revenus pétroliers, qui représentent 90% des exportations et 75% des recettes fiscales. Suite à la baisse des cours du pétrole, la banque centrale (CBN) a été contrainte de mettre fin à l'ancrage de sa monnaie au dollar en juin 2016, entraînant une perte immédiate de 30% du taux de change. Un contrôle des changes est en vigueur depuis 2015 sur une quarantaine de produits.

Le Libéria a connu deux guerres civiles entre 1989 et 1997, puis entre 1999 et 2003. Suite au départ de Charles Taylor, emprisonné au Royaume-Uni pour crime contre l'humanité, Ellen Johnson-Sirleaf, co-récipiendaire du prix Nobel de la paix 2011, a été élue présidente en 2005 et investie en 2006. Des élections présidentielles et législatives sont organisées en octobre 2017, auxquelles Ellen Johnson-Sirleaf ne se représentera pas. Le Libéria, qui a été l'un des pays d'Afriques les plus affectés par le virus Ebola, pâtit d'infrastructures déficientes et d'une forte dépendance aux matières premières. Le pays bénéficie du soutien du FMI, qui a procédé à un effacement de 36,5 M\$ de dettes en 2015 dans le cadre de la lutte contre Ebola et a étendu sa facilité de crédit au pays jusqu'en novembre 2017.

Le Groupe est ainsi soumis aux risques politiques, économiques et sanitaires qui affectent l'Afrique de l'Ouest, même si la situation politique est en voie de stabilisation dans la plupart des pays. L'épidémie Ebola et le paludisme sont des sujets de préoccupation importants. L'activité du Groupe n'est pas soumise aux mêmes aléas climatiques que peuvent l'être les plantations en Asie du Sud-Est et bénéficie d'un moindre risque de catastrophe naturelle. Les risques de sécheresse et de fortes pluies existent mais ont peu d'impact sur la production.

Risque sur les taux de change

Le chiffre d'affaires de la Société est essentiellement réalisé en dollars, devise de cotation du caoutchouc naturel. Les coûts d'achat aux planteurs sont indexés sur le cours et sont donc également libellés en dollars. Les fonctions support sont assurées au niveau du Groupe, ou par des contrats de prestation de service auprès de SIFCA et CFM, libellés en euros ou en dollars pour CRC. Les coûts d'usinage et de production propre sont ainsi les principaux coûts soumis aux fluctuations des devises locales. En Côte d'Ivoire, le franc CFA (XOF) bénéficie d'une parité fixe avec l'euro. Au Ghana, la devise de fonctionnement choisie par le Groupe est l'euro. Le Libéria, qui représente une faible partie de l'activité du Groupe, admet le dollar libérien et le dollar américain. Au Nigeria, le naira fait l'objet de fortes pressions suite aux difficultés économiques engendrées par la baisse des cours du pétrole. La mise en place d'un régime de change plus flexible a engendré une forte dépréciation du naira, qui pourrait se poursuivre en l'absence de remontée du cours des hydrocarbures. Dans un premier temps, ce phénomène a tendance à avantager localement RENL, qui réalise son chiffre d'affaires en dollars et règle ses coûts de production propre en devise locale. Cependant, la poursuite de la dépréciation du naira ne serait pas sans conséquence sur l'inflation locale, ce qui pourrait avoir un effet compensatoire.

La cotation du caoutchouc en dollars soumet SIPH à la variation du taux de change \$/€. Une partie significative des coûts étant libellés en euros, la dépréciation de la devise européenne depuis le milieu de l'année 2014 a bénéficié au Groupe, dont l'activité est réalisée en dollars.

Risque juridique et réglementaire

Les plantations propres de SIPH sont situées sur des terrains généralement détenus par les états, qui en concèdent l'exploitation pour une durée déterminée. Les conditions comprennent fréquemment la création d'emplois et/ou de logements, ainsi que l'indemnisation par le Groupe des actifs de valeur situés sur les terrains concédés.

Au Nigeria, chaque plantation était historiquement une société spécifique dans laquelle l'autorité régionale locale détenait une participation minoritaire. Celles-ci sont désormais actionnaires minoritaires de RENL. Au Ghana, l'Etat possède 25% de GREL. En Côte d'Ivoire, Michelin est actionnaire minoritaire de SAPH, coté à la bourse d'Abidjan, et le reste du capital est flottant. Au Libéria, SIPH possède 100% du capital de CRC.

L'activité du Groupe a été impactée par la mise en place de nouvelles taxes, notamment en Côte d'Ivoire, où le gouvernement a instauré en 2012 une taxe de 5% du chiffre d'affaires sur les échanges de caoutchouc. A partir de 2015, cette taxe a été aménagée suite à la baisse des cours du caoutchouc naturel. Elle est désormais fonction du cours moyen mensuel : aucune taxe si le cours est inférieur à 1 000 XOF/kg, soit 1,52 €/kg, 2,5% entre 1 000 et 1 300 XOF/kg, soit entre 1,52 €/kg et 1,98 €/kg, et 3,5% entre 1 301 XOF et 1 600 XOF par kg, soit entre 1,98 €/kg et 2,44 €/kg.

Volatilité des coûts de production

La production achetée aux planteurs est indexée sur le cours du TSR20 sur le SICOM : la marge de la Société ne peut être amenée à varier qu'en cas de renégociation des taux d'accès ou de mise en place de nouvelles contributions sociales. Sur sa production propre, SIPH est soumis à l'inflation sur certains coûts libellés en devise locale.

Mix produit

La production propre assure de très bons standards de qualité au caoutchouc produit par le Groupe, dans un contexte de fortes exigences du côté des pneumaticiens. SIPH continue d'investir dans la recherche génétique et à privilégier la diversité des espèces. Une partie de la mission de la Société consiste à former les planteurs indépendants aux meilleures pratiques de production, afin de s'assurer de grades qualité conformes à ceux de la production propre.

Barrières à l'entrée

La culture de l'hévéa nécessite un climat équatorial, notamment des conditions de température et de pluviométrie spécifiques, ce qui limite son extension au-delà des pays où il est actuellement présent. En Amérique du Sud, la culture de l'hévéa est rendue difficile par la maladie des feuilles, provoquée par le *microcyclus ulei*, un champignon qui engendre la destruction des arbres avant qu'ils atteignent leur maturité physiologique.

Les acteurs de l'industrie sont de plus en plus sensibles aux problématiques environnementales, la culture de l'hévéa étant parfois considérée comme responsable de la disparition de la biodiversité dans certaines régions. En Asie, la forte progression des espaces dédiés à la culture de l'hévéa au cours des dernières décennies a entraîné la mise en place de labels environnementaux, qui restreignent les extensions possibles pour les producteurs.

Modifications de l'environnement technologique

L'amélioration des caractéristiques techniques du caoutchouc synthétique pourrait constituer une menace pour le caoutchouc naturel. Cependant, en sa qualité de dérivé de produits pétroliers, le caoutchouc synthétique pâtit d'une empreinte environnementale décriée, de son caractère non-renouvelable et de la volatilité des prix du pétrole.

Depuis 2013, le Laboratoire de Recherche et de Contrôle du Caoutchouc et des Plastiques (LRCCP), en consortium avec des industriels, étudie 12 familles de matières premières bio-sourcées ou recyclées susceptibles de remplacer les produits pétroliers et l'hévéa dans les formulations de

caoutchouc. Si les résultats sont pour le moment réservés aux membres du consortium, ceux-ci ne semblent pas susceptibles de bouleverser la filière à court et moyen terme.

Positionnement concurrentiel

La majeure partie de la production mondiale de caoutchouc naturel est réalisée en Asie : les deux principaux pays producteurs, la Thaïlande et l'Indonésie, représentent plus de 60% de la production mondiale et plus de 90% du caoutchouc naturel provient d'Asie. L'Afrique ne représente que 5% de l'offre de caoutchouc naturel, dont près de 2% pour la production de SIPH, principal acteur au niveau continental. La Côte d'Ivoire est le premier pays producteur de caoutchouc naturel en Afrique, avec environ 60% du marché africain. Le deuxième pays producteur de ce continent est le Liberia avec 15% de la production africaine. Au total, l'ensemble des pays où SIPH exerce une activité représentent plus de 80% de la production de caoutchouc naturel sur le continent africain.

En Côte d'Ivoire, la majorité des acteurs sont regroupés au sein de l'Association des Professionnels du Caoutchouc de Côte d'Ivoire (APROMAC). SAPH produit plus de 30% du caoutchouc naturel ivoirien (35,6% en 2015 selon l'APROMAC). La société est le premier producteur du pays, évoluant dans un marché concurrentiel mais avec les plus importantes capacités de production, notamment 5 usines de transformation contre une seule usine pour ses principaux concurrents. Les autres principaux acteurs du secteur sont :

- **Socfinaf**, filiale de Socfin en Afrique, à la fois présente dans la production du caoutchouc et dans la production de l'huile de palme. Cette société détient une participation majoritaire dans la Société des Caoutchoucs de Grand-Béréby (SOGB), qui représente près de 15% de la production ivoirienne et est bien implantée dans le sud-ouest du pays, et dans SCC (environ 7% de parts de marché) ;
- **La Compagnie Hévéicole de Cavally (CHC)**, filiale du groupe belge SIAT (production de caoutchouc et d'huile de palme, et élevage de zébus). SIAT dispose de 25 000 tonnes de capacité de traitement et d'environ 6 000 hectares de plantations d'hévéas ;
- **Le groupe asiatique Halcyon Agri**, détenu majoritairement par le groupe chinois Sinochem, deuxième producteur mondial de caoutchouc naturel avec environ 12% de la production mondiale.

Le reste du marché est partagé entre des concurrents de moyenne ou petite taille ayant des parts de marché inférieures à 10%. La stratégie de SAPH est basée sur le développement de la production des planteurs indépendants, ce qui nécessite d'inciter les planteurs à devenir et à rester fournisseurs de la société. SAPH possède cependant des plantations en propre, ce qui n'est pas le cas de la plupart de ses concurrents tels que SOGB et CHC, qui achètent exclusivement le caoutchouc à des planteurs villageois.

Au Ghana, SIPH est le seul acteur de la transformation du caoutchouc à travers sa filiale GREL. SIPH a participé au développement de l'hévéaculture chez les planteurs avec le programme *Rubber Outgrowers Unit*, qui bénéficie d'un financement par l'AFD. Dans le cadre de ce programme, les planteurs sont liés à GREL par des accords qui limitent le risque concurrentiel pour les prochaines années.

Au Libéria et au Nigeria, la production de SIPH est presque exclusivement réalisée en propre. Le Groupe n'est ainsi pas exposé au même risque concurrentiel que dans les autres pays.

SIPH est confronté à l'arrivée des acteurs asiatiques sur le marché africain, à l'image d'Halcyon qui s'est implanté récemment et est désormais présent au Cameroun, Congo et en Côte d'Ivoire. Ceci démontre l'intérêt croissant des acteurs asiatiques pour la recherche de nouveaux terrains en Afrique de l'Ouest, qui leur permettraient de poursuivre leur développement désormais contraint sur leur marché local.

II.E.2. Récapitulatif des forces/faiblesses et opportunités/menaces

Tableau 2 : Analyse SWOT de SIPH

Forces	Faiblesses
Modèle économique mixte avec de la production propre et des achats aux planteurs indépendants	Forte dépendance à l'évolution des cours du caoutchouc naturel, particulièrement volatil au cours des dernières années
Relations établies avec les planteurs indépendants, notamment par l'intermédiaire de leur encadrement technique	Dépendance à l'industrie pneumatique et automobile, ainsi qu'à la croissance chinoise
Premier producteur africain avec un fort positionnement concurrentiel sur la transformation du caoutchouc	Concentration du portefeuille de clients avec un nombre d'acteurs du secteur des pneumatiques limité
Très bons standards qualité des productions propres	Risque lié à une évolution défavorable des taux de change
Fortes capacités d'usinage, notamment en Côte d'Ivoire	Faible part de la production mondiale par rapport aux acteurs asiatiques
Opportunités	Menaces
Potentiel de croissance au Libéria en cas de stabilisation des cours	Instabilité politique et économique en Afrique de l'Ouest
Restriction des espaces dédiés à la culture de l'hévéa en Asie	Remise en cause des contrats noués avec les états
Développement de la production des planteurs indépendants, notamment au Ghana	Risques sanitaires (épidémies telles qu'Ebola) et sécuritaires
Incitations gouvernementales pour augmenter la production de caoutchouc naturel	Pénétration du marché africain par les autres sociétés productrices de caoutchouc naturel, notamment asiatiques
Amélioration des rendements grâce à sélection génétique et à la diversité des <i>plantings</i>	Développement à long terme de substituts au caoutchouc naturel et synthétique
	Mise en place de nouvelles taxes
	Accentuation des contraintes environnementales

Source : Associés en Finance

II.F. Analyse financière de SIPH

II.F.1. Analyse du compte de résultat

Tableau 3 : Compte de résultat consolidé de SIPH sur la période 2012-2016

Compte de résultat (M€)	2012 ⁽¹⁾	2013 ⁽¹⁾	2014 ⁽¹⁾	2015 ⁽²⁾	2016
Prix moyen du TSR20 (SICOM en €/kg) ⁽³⁾	2,46	1,89	1,29	1,23	1,26
<i>Croissance</i>	<i>(24,2%)</i>	<i>(23,1%)</i>	<i>(31,7%)</i>	<i>(4,5%)</i>	<i>1,9%</i>
Volumes vendus(en tonnes)	142	163	164	184	217
<i>Croissance</i>	<i>8,7%</i>	<i>15,2%</i>	<i>0,7%</i>	<i>11,6%</i>	<i>18,3%</i>
Ventes de caoutchouc	358,5	326,2	226,7	225,0	249,4
Autres ventes	60,8	38,9	23,4	22,0	18,5
Chiffre d'affaires	419,4	365,1	250,1	247,0	267,9
<i>Croissance</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>(12,9%)</i>	<i>(31,5%)</i>	<i>(1,3%)</i>	<i>8,5%</i>
Coût des ventes	(293,9)	(271,7)	(198,9)	(197,4)	(207,4)
Marge brute	125,4	93,4	51,3	49,6	60,5
<i>Marge (%)</i>	<i>29,9%</i>	<i>25,6%</i>	<i>20,5%</i>	<i>20,1%</i>	<i>22,6%</i>
Frais généraux	(33,0)	(36,2)	(36,3)	(25,1)	(22,7)
Autres produits et charges opérationnels courantes	(2,3)	(0,1)	(1,0)	(2,7)	(3,6)
EBITDA	90,1	57,1	14,0	21,7	34,2
<i>Marge d'EBITDA (%)</i>	<i>21,5%</i>	<i>15,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>8,8%</i>	<i>12,8%</i>
Dotations nettes aux amortissements	(10,6)	(13,1)	(15,5)	(17,6)	(18,9)
Dotations nettes aux provisions	(4,2)	(11,7)	(9,7)	(5,3)	(1,8)
EBIT	75,4	32,2	(11,2)	(1,1)	13,5
<i>Marge d'EBIT (%)</i>	<i>18,0%</i>	<i>8,8%</i>	<i>(4,5%)</i>	<i>(0,4%)</i>	<i>5,0%</i>
Résultat financier	(2,7)	(1,9)	(0,0)	(1,7)	3,2
Résultat avant impôts	72,7	30,3	(11,3)	(2,8)	16,6
Résultat exceptionnel avant impôts	0,5	0,0	(0,2)	(0,1)	0,6
Impôts totaux	(26,4)	(16,9)	0,4	1,3	(7,5)
Résultat net après impôts	46,7	13,5	(11,0)	(1,7)	9,7
<i>Marge nette (%)</i>	<i>11,1%</i>	<i>3,7%</i>	<i>(4,4%)</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>3,6%</i>
Minoritaires	n.a.	n.a.	n.a.	0,4	2,9
Résultat net comptable part du groupe	n.a.	n.a.	n.a.	(2,1)	6,9

Sources : SIPH, Associés en Finance

⁽¹⁾ Résultats retraités de l'application de la norme IAS 41 sur les actifs biologiques, qui ne permettent pas de reconstituer la part du résultat net relatif aux minoritaires

⁽²⁾ Résultats retraités suite à l'application des normes IAS 16 et IAS 41 révisées

⁽³⁾ Source : Capital IQ

Le caoutchouc naturel est produit et transformé dans les quatre filiales du Groupe, puis la majorité de la production est vendue par SIPH. Le chiffre d'affaires consolidé est également constitué de quelques ventes locales, effectuées par les filiales du Groupe. Le caoutchouc naturel est soit produit en propre par les différentes filiales, soit acheté à des planteurs afin d'être transformé, ce qui a un impact significatif sur les coûts associés à la vente du caoutchouc et la marge effectuée sur ces ventes.

Depuis le 1^{er} janvier 2016, à la suite de la révision des normes IAS 41 et IAS 16, la méthode de valorisation des plantes productrices immobilisées retenue par le Groupe n'est plus la méthode de la juste valeur mais celle des coûts historiques (application d'une option offerte par ces normes). Cette méthode permet de réduire la volatilité sur le résultat net engendré par la valorisation par la juste valeur et a occasionné une hausse des capitaux propres retraités au 31 décembre 2015, qui ont été revalorisés de +48,1 M€.

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe a diminué sur la période 2012-2016, principalement en raison de la baisse des cours du caoutchouc. En effet, les cours du SICOM TSR20 avaient fortement augmenté sur la période 2009-2011, entraînant une hausse du chiffre d'affaires malgré une légère diminution des volumes vendus (137 milliers de tonnes vendues en 2009 contre 130 milliers de tonnes vendues en 2011). La forte baisse des cours du caoutchouc naturel depuis mi-2011 a entraîné une diminution du chiffre d'affaires de SIPH, modérée par d'importants investissements en production ayant permis une croissance continue des volumes vendus sur la période 2011-2016.

En 2016, la tendance s'est inversée avec une progression de +8,5% du chiffre d'affaires malgré des prix de vente toujours faibles : sur les 9 premiers mois de l'année, les cours du caoutchouc ont été inférieurs à ceux de 2015, avant une forte remontée à partir du dernier trimestre qui a ramené la moyenne du cours du caoutchouc sur l'année à son niveau de 2015 (1,26 €/kg en 2016 contre 1,23 €/kg en 2015). Cependant, par des effets de saisonnalité, le prix unitaire en € des ventes de produits finis de SIPH a été inférieur en 2016 à celui de 2015 (1,15 €/kg en 2016 contre 1,23 €/kg en 2015). La hausse du chiffre d'affaires est ainsi majoritairement due à la forte augmentation des volumes vendus (+18%). Du fait de la remontée des cours à partir d'octobre 2016 et de volumes vendus plus importants en fin d'année, le chiffre d'affaires au quatrième trimestre représente 31,9% du chiffre d'affaires annuel.

Le chiffre d'affaires consolidé 2016 du Groupe est issu pour 93% des ventes de caoutchouc. Les autres revenus proviennent d'activités liées au caoutchouc telles que la vente de plants et de services aux planteurs, la commercialisation d'huile de palme brute, de bois et de plants d'hévéas, ainsi que l'exportation de matériel et de produits agro-industriels. En proportion, ces autres sources de revenus ont fortement diminué depuis 2012.

Chiffre d'affaires du premier trimestre 2017

Le 15 mai 2017, le Groupe SIPH a publié un chiffre d'affaires au premier trimestre 2017 de 94,7 M€, en hausse de +75,9% par rapport à la même période en 2016, dont 91,5 M€ issu des ventes de caoutchouc (+81,5%). Cette forte augmentation est à la fois due à une hausse des volumes vendus de +12,3% (54,0 milliers de tonnes vendues contre 48,1 milliers de tonnes au premier trimestre 2016), ainsi qu'à la hausse des cours du caoutchouc (prix unitaire du caoutchouc en hausse de +61,7% sur le trimestre par rapport à 2016).

Ces chiffres sont en ligne avec les prévisions du management en termes de tonnages vendus et de chiffre d'affaires pour l'année 2017, et ce malgré la baisse des cours entamée en mars 2017.

Coûts des ventes, marge brute et frais généraux

Les coûts des ventes correspondent à l'exploitation agricole et à l'activité industrielle (production et achat de la matière première, transformation, etc.). Ces coûts vont différer selon le mode de production du caoutchouc. En effet, si la matière première est produite en propre par une filiale de SIPH, les coûts de production vont être indépendants du cours du SICOM TSR20, ce qui rendra la marge plus volatile. Lorsque la matière première est achetée aux planteurs, le prix d'achat est indexé sur le cours du SICOM TSR20 et le Groupe utilise des instruments de couverture afin de revendre le caoutchouc avec une référence identique de cours. Le chiffre d'affaires et les coûts sont alors indexés sur la même variable, ce qui préserve la marge du Groupe. En contrepartie, durant les périodes où le cours du caoutchouc est élevé, la marge sera plus faible que celle issue de la production en propre.

Les frais généraux ne sont pas directement allouables à l'exploitation agricole ou à l'activité de transformation. Ils sont constitués des frais de direction générale, des frais liés à l'informatique, à la finance et à l'administration générale, des frais de développement et des frais de vente. Les frais d'assistance technique versés à CFM et à SIFCA, notamment pour la mise à disposition d'une partie de leur personnel, sont également inclus dans les frais généraux.

EBIT

Les dotations aux amortissements ont augmenté depuis 2012 en raison de la politique d'investissements agricoles et industriels du Groupe depuis plusieurs années. Malgré la baisse des cours du caoutchouc, le Groupe a poursuivi ses investissements stratégiques entre 2012 et 2015 afin de disposer des capacités industrielles et agricoles adaptées à une reprise du marché. Ainsi, les dotations aux amortissements atteignent 18,9 M€ en 2016, malgré un niveau d'investissement qui a fortement diminué en 2016.

Après deux années consécutives d'EBIT négatif (en prenant en compte les résultats historiques avant application de la norme IAS 41), l'année 2016 marque le retour à un EBIT positif de 13,5 M€, grâce à une augmentation des tonnages vendus, ainsi qu'à un important effort de diminution des frais généraux sur les deux dernières années.

Résultat net

Le résultat financier consolidé est en nette augmentation en 2016 en raison de la hausse des produits financiers (+4,8 M€ en 2016), due à d'importants gains de change sur la filiale nigériane, dans un contexte de dépréciation du naira. L'évolution du résultat net reflète celle de la performance opérationnelle, avec un retour à un résultat net positif en 2016, après deux années de pertes en 2014 et en 2015. Le résultat net part du groupe s'établit ainsi à 6,9 M€ contre -2,1 M€ en 2015.

II.F.2. Analyse du bilan

Tableau 4 : Bilan consolidé de SIPH sur la période 2012-2016

Bilan (M€) - au 31/12	2012	2013	2014	2015 ⁽¹⁾	2016
Immobilisations incorporelles	17,5	16,0	18,0	19,7	17,4
Immobilisations corporelles	72,7	83,6	96,7	105,7	92,8
Actifs biologiques	150,4	98,7	52,2	115,8	114,4
Immobilisations financières	1,7	1,7	1,1	0,9	0,9
Immobilisations	242,2	200,0	167,9	242,1	225,4
Stocks	85,9	66,5	47,3	50,7	60,0
Créances d'exploitation	52,3	62,9	47,4	37,8	48,9
Actif circulant	138,1	129,5	94,7	88,5	108,9
Instruments de couverture - position nette	(0,8)	1,3	(0,0)	0,5	(10,8)
Tresorerie et équivalents de trésorerie	46,2	31,9	17,4	29,2	25,3
Instruments dérivés et Trésorerie	45,4	33,2	17,3	29,7	14,5
Actif total	425,8	362,8	279,9	360,2	348,9
Fonds propres PdG	222,2	167,0	116,2	140,0	130,4
Minoritaires	75,2	62,6	43,1	65,6	61,8
Fonds propres	297,4	229,6	159,3	205,6	192,2
Provisions	1,7	2,1	2,5	2,3	1,8
Passifs d'impôts différés nets	26,1	14,3	(3,6)	2,6	2,7
Autres passifs	27,8	16,4	(1,2)	4,9	4,5
Engagements de retraite et avantages assimilés	8,2	7,4	7,8	5,8	5,0
Dettes financières	43,9	66,4	78,6	109,5	115,9
Dettes financières et assimilés	52,1	73,7	86,4	115,3	120,9
Dettes d'impôts sur le résultat	16,0	6,7	0,1	0,1	0,9
Dettes d'exploitation	32,6	36,3	35,3	34,4	30,4
Passif circulant	48,5	43,0	35,4	34,5	31,2
Passif total	425,8	362,8	279,9	360,2	348,9
BFR	105,5	93,2	59,4	54,1	78,5
En % du CA	25,2%	25,5%	23,7%	21,9%	29,3%
Dettes financières nettes ⁽²⁾	5,9	41,8	69,1	86,1	95,5
Levier financier	2,0%	18,2%	43,4%	41,9%	49,7%

Sources : SIPH, Associés en Finance

⁽¹⁾ Bilan retraité suite à l'application des normes IAS 16 et IAS 41 révisées, impliquant une hausse de 48,1 M€ des capitaux propres retraités en 2015

⁽²⁾ Dont les engagements de retraite et avantages assimilés

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement³ (BFR) consolidé de SIPH est positif et atteint 78,5 M€ à fin 2016. Les filiales, et notamment SAPH, constituent d'importants stocks de matière première en fin d'année afin d'anticiper le premier trimestre de l'année suivante qui est une période de faible production pour les hévéas. Ces stocks ont pour but d'utiliser uniformément les capacités industrielles tout au long de l'année, afin d'être en adéquation avec la demande des clients de SIPH.

³ Besoin en Fonds de Roulement : (Stocks + Créances d'exploitation – Dettes d'exploitation).

Le BFR a diminué avec la baisse du chiffre d'affaires entre 2012 et 2015. En 2016, il a augmenté de +45%, pour atteindre 29,3% du chiffre d'affaires, notamment en raison de l'augmentation des créances clients et des stocks de fin d'année. En effet, environ un tiers du chiffre d'affaires 2016 a été réalisé au quatrième trimestre suite à la remontée des cours et à des volumes vendus plus importants en fin d'année.

Instruments de couverture

En raison de la forte hausse des cours en fin d'année 2016, SIPH enregistre une moins-value latente à fin 2016 sur ses positions de couverture du caoutchouc acheté aux planteurs. Ainsi, sa position nette en instruments dérivés atteint -10,8 M€ à fin 2016 contre +0,5 M€ en 2015.

Composition de l'actif et structure financière

L'actif immobilisé du Groupe est majoritairement constitué d'immobilisations corporelles et des actifs biologiques. Les immobilisations corporelles sont principalement composées de bâtiments, de matériel et outillage industriel, de préparation, installation et agencement de terrain, et de matériel de transport. Les actifs biologiques sont constitués pour 92,9% de plantations d'hévéas, les autres actifs biologiques étant des plantations immatures de palmier à huile et des pépinières.

Le niveau d'endettement financier net a fortement augmenté entre 2012 et 2014, puisqu'il est passé de 2,0% à fin 2012 à 43,4% à fin 2014 : le Groupe a choisi de poursuivre ses investissements de 2012 à 2015 malgré la baisse des cours du caoutchouc, afin d'être en mesure de capter la reprise du marché. L'endettement financier net s'établit à 95,5 M€ au 31 décembre 2016, dont 5,0 M€ d'engagements de retraite et avantages assimilés, soit un levier financier de 49,7%.

II.F.3. Analyse du tableau de flux

Tableau 5 : Tableau de flux consolidé et retraité de SIPH sur la période 2012-2016

Tableau de flux (M€)	2012	2013	2014	2015 ⁽¹⁾	2016
Capacité d'autofinancement	93,0	57,3	15,0	25,1	32,6
Impôts payés	(38,5)	(19,1)	(11,1)	(3,0)	(2,4)
Variation du BFR	8,7	5,6	28,3	1,9	(18,9)
Flux net de trésorerie généré par l'activité (1)	63,2	43,9	32,2	24,0	11,3
<i>En % du CA</i>	<i>15,1%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,9%</i>	<i>9,7%</i>	<i>4,2%</i>
Investissements nets en immobilisations corporelles	(41,9)	(49,5)	(51,0)	(38,3)	(18,2)
Investissements nets en immobilisations financières	(0,4)	0,1	0,5	0,1	(0,1)
Incidence des variations de périmètre	(7,0)				
Flux net de trés. lié aux investissements (2)	(49,2)	(49,5)	(50,4)	(38,1)	(18,3)
<i>En % du CA</i>	<i>(11,7%)</i>	<i>(13,5%)</i>	<i>(20,2%)</i>	<i>(15,4%)</i>	<i>(6,8%)</i>
Dividendes reçus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Versements de dividendes	(70,4)	(28,0)	(7,6)	-	-
Intérêts financiers nets versés	(1,0)	(2,0)	(3,1)	(3,4)	(2,9)
Flux net de trés. lié aux op. de financement (3)	(71,4)	(30,0)	(10,7)	(3,4)	(2,9)
Incidences des variations de change	(0,1)	(0,6)	0,2	0,1	(0,6)
Incidences des changements de principes comptables					(0,0)
Solde (1) + (2) + (3)	(57,5)	(36,2)	(28,8)	(17,4)	(10,5)

Sources : SIPH, Associés en Finance

⁽¹⁾ retraité suite à l'application des normes IAS 16 et IAS 41 révisées

Investissements agricoles et industriels

Les investissements réalisés au niveau des filiales portent majoritairement sur l'augmentation des capacités industrielles et agricoles. Selon la stratégie propre à chacune des filiales, les investissements agricoles sont constitués soit de l'extension de la surface soit de renouvellement des plantations âgées. Jusqu'en 2015, la Société a poursuivi ses investissements stratégiques afin d'adapter ses capacités industrielles à un retournement du cycle. Au regard des faibles cours du caoutchouc au début de l'année 2016, SIPH a réduit ses investissements qui ont atteint 18,2 M€ sur l'année contre 38,3 M€ en 2015 et 51,0 M€ en 2014.

En 2015, plus de la moitié des investissements étaient effectués par SAPH, avec pour but l'adaptation des usines pour améliorer la qualité du produit transformé, ainsi que le renouvellement et l'entretien des plantations existantes. En 2016, la grande majorité des investissements de SAPH sont liés aux plantations existantes. La filiale au Ghana est dans une stratégie d'extension des terrains, ainsi que de développement de ses capacités industrielles. En 2015 et 2016, investissements agricoles et industriels sont équitablement répartis. Au Liberia, presque l'ensemble des investissements des deux dernières années sont des investissements agricoles, qui correspondent principalement au renouvellement des plantations propres. Au Nigéria, les montants investis sont très faibles au regard des autres filiales. Ils sont majoritairement constitués d'investissements en matériel agricole, ainsi que de quelques investissements liés à des infrastructures sociales.

Distribution de dividendes

Après d'importantes distributions de dividendes entre 2010 et 2012 (entre 4,0 € et 8,0 € par action SIPH), période où les cours du caoutchouc étaient élevés, le dividende par action a fortement diminué en 2013 et aucun versement n'a été effectué depuis l'exercice 2014.

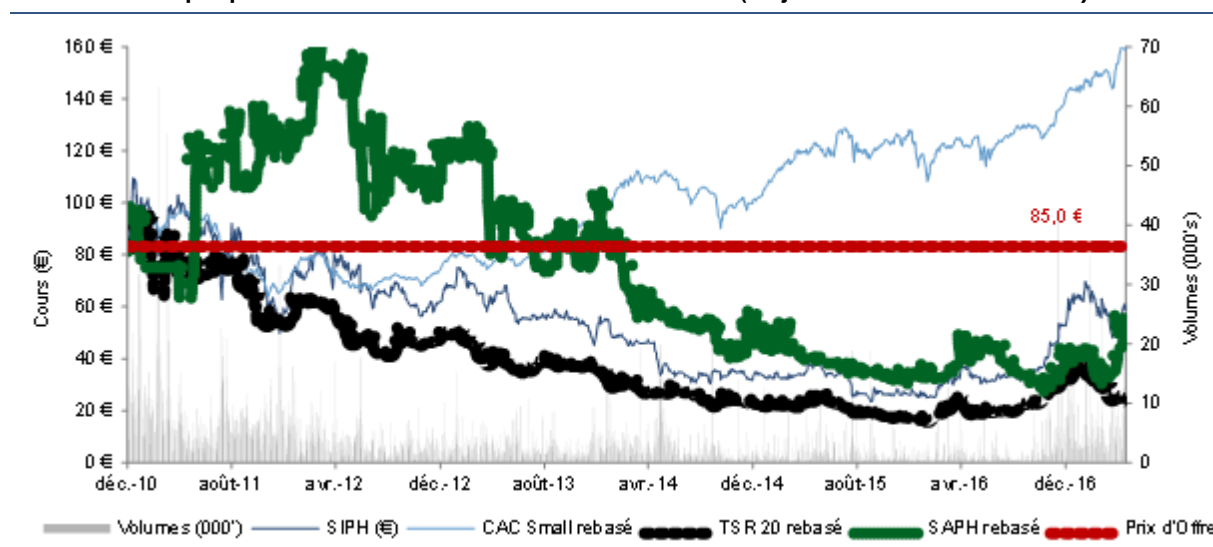
III. Evaluation de SIPH

III.A. Examen des cours de bourse

Analyse sur longue période (2011-2017)

Sur l'ensemble de la période présentée (2011-2017), la performance de l'action SIPH (y compris dividendes) s'établit à -6,1%, contre une hausse de +97,5% pour l'indice CAC Small et une baisse de -38,9% du cours de l'action SAPH. Le prix du caoutchouc naturel (SICOM TSR 20) a fortement baissé durant cette période (-70,3%) sur fond de hausse sensible de la production mondiale, de la croissance du niveau des stocks chez les producteurs et de la baisse importante des prix du pétrole. Le cours de bourse de SIPH (non ajusté des dividendes) a oscillé entre un minimum de 23,5 € le 2 octobre 2015 et un maximum de 109,5 € le 12 janvier 2011. Ce point haut correspond à une période durant laquelle le cours du caoutchouc naturel évoluait au-dessus de 5\$/kg, un niveau qui n'a plus jamais été atteint depuis lors.

Graphique 24 : Evolution boursière de l'action SIPH (1^{er} janvier 2011 – 31 mai 2017)

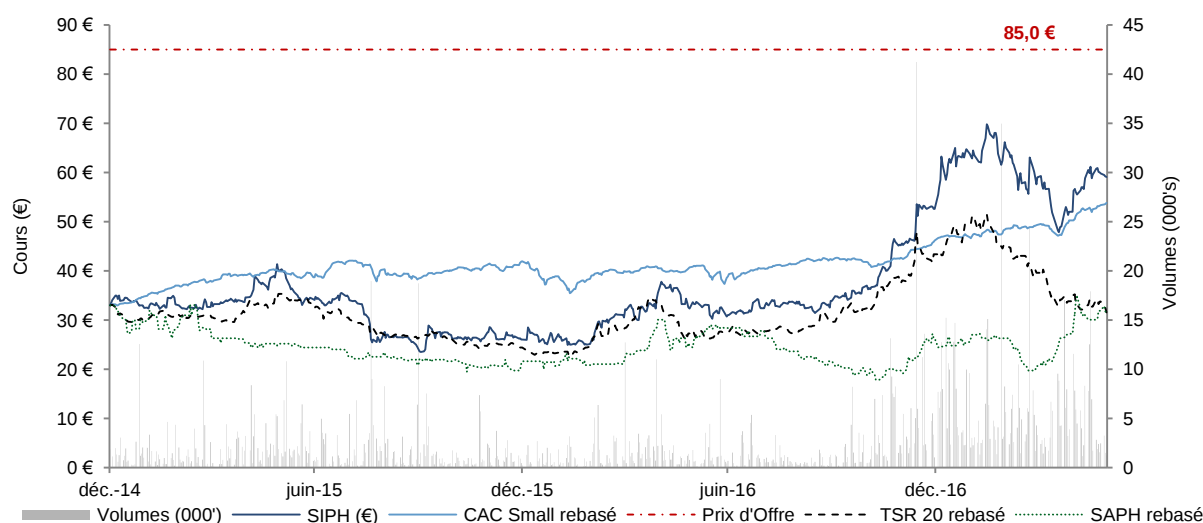


Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Analyse sur courte période (2015-2017)

Le cours du titre SIPH (y compris dividendes) a progressé de +79,2% depuis le 1^{er} janvier 2015 contre -4,4% pour le SICOM TSR 20. La majeure partie de cette performance a été réalisée entre fin juin 2016 et le 15 février 2017, période durant laquelle le cours de l'action SIPH a progressé de +123,8% tiré par la hausse des cours du caoutchouc naturel (+82,1% sur la même période). Cette période a également été marquée par le second semestre 2015 et le début de l'année 2016, durant lesquels des inquiétudes sur la croissance de l'économie chinoise sont apparues, ayant pour effet d'impacter très négativement les acteurs de l'industrie automobile. Par ailleurs, la publication des résultats annuels le 24 mars 2017 a engendré une hausse de +13,3 % du cours de l'action SIPH sur la séance. Depuis lors, et sur le mois qui a suivi, le titre SIPH a chuté fortement (-21,6%) sur fond de baisse des cours du caoutchouc avant de revenir aux niveaux de cours d'alors à fin mai. Contrairement à SIPH, la performance boursière du titre SAPH s'est inscrite en baisse sur cette période (-6,1%).

Graphique 25 : Performance boursière de l'action SIPH (1^{er} janvier 2015 - 31 mai 2017)



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Volumes échangés sur SIPH et SAPH

Les volumes échangés sur l'action SIPH s'avèrent assez significatifs par rapport au flottant de la Société : au 31 mai 2017, 32,6% du flottant de la Société a été échangé sur les 3 derniers mois et 92,2% sur l'année écoulée. Sur un an glissant au 31 mai 2017, post publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2017 au cours de laquelle les volumes ont été très importants (17 900 titres échangés le jour de la publication), il s'échangeait en moyenne 3 726 titres par jour de bourse. Sur cette période, le cours moyen pondéré par les volumes du titre SIPH a atteint son niveau le plus élevé (69,83 €) le 15 février 2017, porté par la hausse des cours du caoutchouc naturel, qui a progressé de +15,9% sur les 45 premiers jours de 2017. Depuis mi-février, le cours de l'action SIPH est en recul (-14,8%) suite à la correction des cours du caoutchouc naturel (-37,2%).

Tableau 6 : Volumes échangés sur l'action SIPH au 31 mai 2017

Date	VWAP	Nbre moyen d'actions échangées (000')	En % du nombre d'actions	En % du flottant	Nbre cumulé d'actions échangées (000')	En % du nombre d'actions	En % du flottant
31-mai-17	59,29	1,23	0,02%	0,12%	1,23	0,02%	0,12%
Moy. 1M	58,44	5,01	0,10%	0,48%	115,18	2,28%	11,05%
Moy. 3M	57,40	5,30	0,10%	0,51%	339,49	6,71%	32,56%
Moy. 6M	58,44	5,90	0,12%	0,57%	749,20	14,80%	71,86%
Moy. 9M	55,59	4,58	0,09%	0,44%	879,03	17,37%	84,32%
Moy. 12M	53,61	3,73	0,07%	0,36%	961,28	18,99%	92,21%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Dans le cas de SAPH, les volumes échangés sur le titre sont très peu significatifs, avec 13,9% du flottant échangé sur l'année écoulée, soit en moyenne 472 titres par séance. Les volumes échangés ont atteint un plus haut le 14 décembre 2016 à la suite d'une forte hausse du cours du caoutchouc liée à la publication des dernières statistiques de ventes automobiles chinoises (en hausse de +17% sur le mois précédent). Au cours des douze derniers mois, le cours moyen pondéré par les volumes du titre SAPH a atteint son niveau le plus élevé (18 500 XOF) le 5 mai 2017 au moment de la publication des résultats du premier trimestre 2017 particulièrement positifs.

Tableau 7 : Volumes échangés sur l'action SAPH au 31 mai 2017

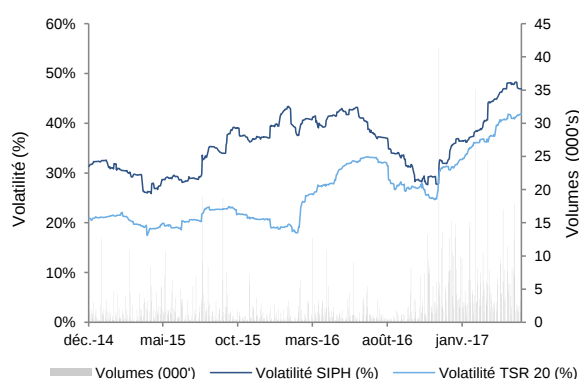
Date	VWAP	Nbre moyen d'actions échangées (000')	En % du nombre d'actions	En % du flottant	Nbre cumulé d'actions échangées (000')	En % du nombre d'actions	En % du flottant
31-mai-17	16 500,00	0,13	0,00%	0,01%	0,13	0,00%	0,01%
Moy. 1M	17 095,88	0,49	0,01%	0,06%	11,32	0,22%	1,29%
Moy. 3M	14 305,17	0,53	0,01%	0,06%	33,64	0,66%	3,84%
Moy. 6M	13 692,48	0,47	0,01%	0,05%	59,37	1,16%	6,78%
Moy. 9M	12 988,44	0,42	0,01%	0,05%	79,75	1,56%	9,10%
Moy. 12M	13 554,96	0,47	0,01%	0,05%	121,82	2,38%	13,90%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

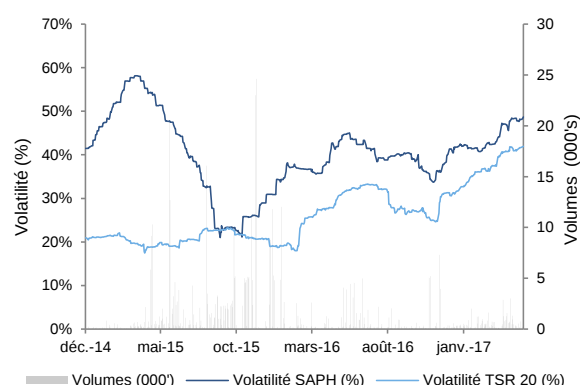
Volatilité du cours des actions SIPH et SAPH

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de données de performances boursières passées. Les volatilités présentées ci-dessous sont calculées sur la base des séries de rentabilités quotidiennes historiques des actions SIPH et SAPH.

Graphique 26 : Volatilité 6 mois de SIPH sur la période 2015-2017



Graphique 27 : Volatilité 6 mois de SAPH sur la période 2015-2017



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

La volatilité de l'action SIPH est nettement supérieure à celle du caoutchouc naturel, bien que les deux volatilités apparaissent très corrélées. En moyenne, la volatilité du titre SIPH en bourse s'établit à 35,8% sur 2015-2017 contre 26,2% pour le SICOM TSR 20. Depuis la fin du troisième trimestre 2016, sous l'effet des fortes variations des cours du caoutchouc et plus récemment de la publication des résultats annuels et trimestriels de SIPH, les volatilités de l'indice et de l'action SIPH ont fortement augmenté et ont atteint leurs plus hauts historiques (48,2% pour SIPH au 18 mai 2017 et 42,0% pour le SICOM TSR 20 au 31 mai 2017).

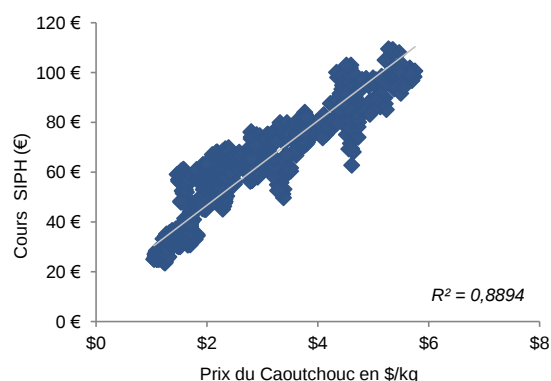
L'évolution de la volatilité du titre SAPH sur la période 2015-2017 a été sensiblement différente de celle de SIPH et du SICOM TSR 20 et s'explique davantage par le manque de liquidité de l'action que par des événements de marché.

Analyse de corrélations

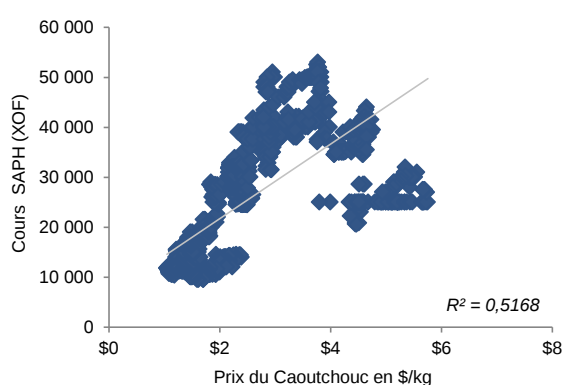
Les Graphiques 28 et 29 mesurent le lien entre l'évolution du cours de l'action SIPH et celle du cours du caoutchouc naturel. A titre indicatif, l'analyse a également été menée sur le cours du titre SAPH.

Le niveau de corrélation entre le cours du caoutchouc naturel (SICOM TSR 20) et le cours de l'action SIPH apparaît très élevé, avec un coefficient de détermination⁴ de la régression linéaire de 0,89 alors qu'il n'est que de 0,52 pour l'action SAPH. Cette analyse confirme la forte corrélation entre le cours de l'action SIPH et le cours du caoutchouc naturel, ainsi que le manque de liquidité de l'action SAPH qui ne réagit pas ou peu aux évolutions de son principal facteur de marché.

Graphique 28: Corrélation SIPH / SICOM TSR 20



Graphique 29 : Corrélation SAPH / SICOM TSR 20



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Note : données quotidiennes sur 5 ans

Primes extériorisées par l'Offre

Tableau 8 : Cours moyens pondérés au 31 mai 2017 et primes extériorisées par l'Offre

Données boursières	Cours	Prime
Cours moyens pondérés par les volumes au 31 mai 2017	59,29	43,4%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois	58,44	45,5%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois	57,40	48,1%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois	58,44	45,5%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 9 mois	55,59	52,9%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 12 mois	53,61	58,5%
Plus haut sur 12 mois	15-févr.-17 69,83	21,7%
Plus bas sur 12 mois	24-juin-16 30,37	179,9%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Le prix d'Offre de 85,0 € extériorise une prime de +43,4% par rapport au cours moyen pondéré au 31 mai 2017 et de +43,8% par rapport au cours de clôture à cette même date (59,1€). Les primes calculées par rapport aux cours moyens pondérés des volumes sur différentes périodes de référence sur les douze derniers mois apparaissent légèrement supérieures : le prix d'Offre extériorise une prime de +45,5% par rapport au cours moyen pondéré sur 1 mois et de +58,5% par rapport au cours moyen pondéré sur un an.

⁴ Le coefficient de détermination d'une régression linéaire permet de rendre compte de la pertinence de l'équation de régression pour expliquer la distribution des données (plus ce coefficient est proche de 1, plus le modèle est pertinent).

III.A. Méthodes de valorisation écartées

III.A.1. Méthode de l'actif net comptable

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société. A titre d'information, l'actif net par action ressortant des derniers comptes publiés par SIPH s'établit à 25,8 € par action au 31 décembre 2016.

III.A.2. Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings, mais n'est pas satisfaisante dans le cadre de la valorisation de SIPH, dans la mesure où elle ne permet pas d'appréhender pleinement l'activité de la Société à l'inverse des méthodes de valorisation par actualisation des flux prévisionnels qui ont été retenues.

III.A.3. Valorisation par les dividendes

Cette approche consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. Cette méthode n'a pas été retenue car la politique de distribution de la Société, dont les résultats dépendent du cours du caoutchouc naturel, est difficile à appréhender. Une méthode *DCF to equity*, qui prend en compte la capacité de distribution sous contrainte de levier cible, a été mise en place et est décrite parmi les méthodes retenues pour la valorisation de SIPH.

III.A.4. Méthode des comparables boursiers

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

Les Tableaux 9 et 10 présentent les caractéristiques opérationnelles et boursières des différentes sociétés productrices de caoutchouc naturel qui ont été identifiées.

Tableau 9 : Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon présenté à titre indicatif (M€)

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
		2016R	2016R	2016R	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
China Hainan Rubber	Chine	1 160,1	(12,5)	(44,8)	4,2%	6,9%	7,0%	0,7%	3,4%	3,7%
Sri Trang Agro-Industry	Thaïlande	2 019,6	9,4	(20,9)	2,1%	2,3%	2,6%	2,5%	1,8%	2,1%
Halcyon Agri	Singapour	899,2	12,0	1,0	1,5%	1,6%	2,1%	0,7%	1,1%	1,6%
Socfinaf S.A.	Luxembourg	330,7	45,6	0,1	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Soc. des Caoutchoucs de GB	Côte d'Ivoire	86,5	22,5	13,2	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Phuoc Hoa	Vietnam	46,2	5,0	3,1	14,8%	15,6%	23,5%	11,1%	11,9%	19,0%
Dong Phu	Vietnam	33,4	7,2	5,3	29,8%	nd	nd	21,7%	nd	nd
Hoa Binh	Vietnam	3,3	0,3	0,1	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Moyenne					10,5%	6,6%	8,8%	7,3%	4,5%	6,6%
Médiane					4,2%	4,6%	4,8%	2,5%	2,6%	2,9%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : données financières calendarisées au 31-déc ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré. Les agrégats présentés pour Socfinaf et Société des Caoutchoucs de Grand-Béréby sont ceux de l'exercice 2015, ceux de 2016 étant indisponibles.

Tableau 10 : Caractéristiques boursières de l'échantillon présenté à titre indicatif (M€)

Société	Capitalisation boursière	Valeur d'entreprise	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
China Hainan Rubber	3 373,3	3 588,9	2,79x	2,66x	2,39x	ns	ns	34,0x	ns	ns	ns
Sri Trang Agro-Industry	622,4	1 636,7	0,51x	0,44x	0,42x	24,2x	18,8x	15,9x	20,4x	24,2x	20,2x
Halcyon Agri	645,9	1 238,3	0,13x	0,10x	0,08x	8,6x	5,9x	4,0x	17,8x	9,0x	5,2x
Socfinaf S.A.	308,2	566,0	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Soc. des Caoutchoucs de GB	136,8	166,1	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Phuoc Hoa	89,4	100,3	1,31x	1,14x	1,25x	8,8x	7,3x	5,3x	11,8x	9,6x	6,6x
Dong Phu	68,3	61,9	2,76x	nd	nd	9,3x	nd	nd	12,8x	nd	nd
Hoa Binh	43,7	52,1	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Moyenne			1,50x	1,08x	1,03x	12,7x	10,7x	14,8x	15,7x	14,3x	10,6x
Mediane			1,31x	0,79x	0,83x	9,1x	7,3x	10,6x	15,3x	9,6x	6,6x

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : données financières calendarisées au 31-déc ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

Sur le marché asiatique, 6 sociétés cotées ont été examinées. Par ordre décroissant de taille : China Hainan Rubber en Chine, Sri Trang Agro-Industry en Thaïlande, Halcyon Agri à Singapour, ainsi que Phuoc Hoa Rubber, Dong Phu Rubber et Hoa Binh Rubber au Vietnam. Au-delà d'un positionnement géographique différent, ces acteurs sont souvent présents plus en aval de la chaîne de valeur des produits réalisés à base de caoutchouc naturel (usinage, transformation, distribution, développement de produits tels que des gants, des gaines de câblage) et dans certains cas impliqués dans la production d'autres matières agricoles (huile de palme, café). A cet égard, cela laisse apparaître des distorsions importantes en termes de modèle économique et par conséquent de croissance et de marge opérationnelle.

Sur le continent africain, deux acteurs principaux opèrent aux côtés de SIPH : Socfinaf SA, filiale cotée au Luxembourg de Société Financière des Caoutchoucs SA, et Société des Caoutchoucs de Grand-Béréby. Cependant, les deux sociétés sont très présentes dans la production d'huile de palme, notamment Socfinaf qui réalise les deux-tiers de ses volumes dans ce domaine.

Compte tenu de la spécificité de l'activité de SIPH, tournée uniquement sur la production de caoutchouc naturel, de son positionnement sur la chaîne de valeur du caoutchouc naturel et des zones géographiques dans lesquelles intervient la Société, l'échantillon de sociétés identifiées ne peut être considéré comme représentatif. A ceci s'ajoute un manque de disponibilité des prévisions sur les sociétés identifiées et des différences de comptabilisation, notamment pour les sociétés asiatiques qui ne publient pas en IFRS. Par ailleurs, comme le montre l'analyse de corrélation en partie III.A, le cours du titre d'une société productrice de caoutchouc naturel est très fortement influencé par le cours de ce dernier et rend à cet égard les niveaux de multiples assez volatils. Par ces différentes raisons, la méthode des comparables boursiers n'est pas pertinente au cas d'espèce.

III.A.5. Méthode des transactions comparables

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. L'absence de données fiables sur ces multiples et l'absence de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables, notamment en termes géographiques, imposent de ne pas retenir cette méthode d'évaluation dans le cadre de la valorisation de SIPH. Cependant, quelques opérations réalisées sur les 5 dernières années sont présentées ci-après à titre purement informatif.

Le 21 février 2012, GMG Global, société Singapourienne spécialisée sur toute la chaîne de valeur du caoutchouc naturel, a annoncé dans un premier temps l'acquisition d'une participation de 18,2% dans Nv Siat pour 76,2 M€ (entreprise spécialisée dans les activités d'huile de palme, de caoutchouc et dans l'élevage de bétail en Afrique). Les titres étaient préalablement détenus par Fimave Nv, qui est resté actionnaire majoritaire suite à l'opération. Dans un second temps, GMG Global a porté sa participation à 35% par le biais d'une augmentation de capital réservée. Le montant

total de la transaction s'est élevé à 193 M€. Au cours de l'exercice 2011, Nv Siat avait réalisé un bénéfice net de 54,5 M€. Le degré de diversification des activités de Nv Siat par rapport à SIPH rend non pertinente la référence à cette opération.

Le 19 juin 2014, Halcyon Rubber Company, filiale du groupe Halcyon Agri, a annoncé l'acquisition de la société Anson, producteur de caoutchouc granulé installé à Singapour. La transaction portait sur 100% du capital pour un montant de 450 MSGD (269 M€). Au cours de l'exercice 2013, Anson avait réalisé un chiffre d'affaires de 576 M€ et un résultat net de 17,4 M€.

Le 25 mars 2016, Sinochem International, groupe chinois spécialisé dans la chimie et l'agro-chimie, a annoncé l'acquisition d'une participation dans la société Halcyon Agri de 30,1% pour un montant de 135 MSGD (91 M€). Dans le même temps, les deux parties se sont engagées dans la réalisation de différentes opérations :

- Sinochem International s'est engagé le 28 mars 2016, à acquérir les 69,9% du capital restant d'Halcyon Agri pour un montant de 310 MSGD (203 M€). Au 22 août, Sinochem avait acquis 35,7% du capital restant d'Halcyon Agri pour 160 MSGD (105 M€).
- Halcyon Agri s'est quant à elle engagée à réaliser l'acquisition de Sinochem International Natural Rubber, filiale de Sinochem International spécialisée dans la transformation de caoutchouc naturel, pour 154 MSGD de valeur d'entreprise (101 M€), et de GMG Global pour 358 MSGD de fonds propres (234 M€). Ces acquisitions ont été payées en actions Halcyon Agri nouvellement émises.

Le 31 mars 2016, Guandong Guangken Rubber Group, société chinoise engagée dans la production de caoutchouc naturel a annoncé l'acquisition de Thai Hua Rubber, entreprise Thaïlandaise spécialisée dans la production et l'exportation de caoutchouc (latex concentré, caoutchouc composé). L'opération portait sur 60% de la valeur d'entreprise, pour un montant total de 156 M€. La taille et les caractéristiques des parties prenantes rendent cette opération relativement pertinente, mais l'absence de données disponibles empêche sa prise en compte comme élément de valorisation.

Le Tableau 11 présente les caractéristiques des différentes transactions évoquées.

Tableau 11 : Informations sur les transactions présentées à titre indicatif

Date d'annonce	Cible		Acquéreur	Données fin. (M€)			Multiples (LTM)		
	Nom	Pays		% acquis	FP	VE	CA	EBITDA	EBIT
31-mars.-16	Thai Hua Rubber Public Company Limited	Thailand	Guandong Guangken Rubber Group Co., Ltd.	60,0%	-	260	nd	nd	nd
28-mars.-16	GMG Global Ltd	Singapore	Halcyon Agri Corporation Limited	100,0%	234	389	0,9x	ns	ns
28-mars.-16	Sinochem International Natural Rubber Investment	Singapore	Halcyon Agri Corporation Limited	100,0%	-	101	nd	nd	nd
28-mars.-16	Halcyon Agri Corporation Limited	Singapore	Sinochem International (Overseas) Pte. Ltd.	35,7%	293	659	0,7x	16,7x	21,1x
28-mars.-16	Halcyon Agri Corporation Limited	Singapore	Sinochem International (Overseas) Pte. Ltd.	30,1%	293	659	0,7x	16,7x	21,1x
19-juin.-14	Anson Company (Private) Limited	Singapore	Halcyon Rubber Company Pte. Ltd.	100,0%	269	269	0,5x	10,8x	nd
21-févr.-12	Nv Siat sa	Belgium	GMG Global Ltd	18,2%	419	419	nd	nd	nd
Moyenne							0,7x	14,7x	21,1x
Médiane							0,7x	16,7x	21,1x

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

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

III.B. Méthodes de valorisation retenues

III.B.1. Analyse des objectifs de cours des analystes financiers (à titre indicatif)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. De plus, l'objectif de cours des analystes ne peut être considéré comme une valorisation instantanée de la Société mais comme une vue à moyen terme compte tenu d'un scénario donné.

Louis Capital Market (ci-après « **LCM** ») est le seul analyste à suivre SIPH. Le 14 février 2017, avant l'annonce du chiffre d'affaires 2016 de la Société, LCM a publié une note détaillant sa valorisation de SIPH par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie et aboutissant à une valeur de 67,0 € par action. L'analyste fixait son objectif de cours à 85,0 € par action, considérant une poursuite du cycle vers le haut dans les cinq-six prochaines années. Le lendemain, suite à la publication du chiffre d'affaires 2016, LCM maintenait son objectif de cours à 85,0 € par action. Le 15 mars 2017, après que les cours du caoutchouc et de l'action SIPH ont subi une correction depuis leur plus haut niveau de la mi-février, LCM a publié une nouvelle note considérant le cours de l'action comme une opportunité d'entrée mais ajustant son objectif à 80,0 € par action. Le 24 mars 2017, suite à la publication des résultats annuels du groupe, LCM a salué leur caractère très prometteur et maintenu son objectif à 80,0 € par action. Le 13 avril 2017, faisant suite à la baisse des cours du caoutchouc naturel, LCM a publié une note ajustant son objectif de cours à 75,0 € par action contre 80,0 € précédemment, tout en maintenant sa recommandation d'achat du titre. Enfin, le 16 mai 2017 suite à la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2017, LCM a maintenu son objectif à 75,0 € par action.

Le prix d'Offre de 85,0 € par action extériorise ainsi une prime de +13,3% par rapport au dernier objectif de cours de LCM.

III.B.2. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie

III.B.2.a. Choix méthodologiques

Méthode DCF to firm par somme des parties et méthode DCF to equity

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et des éléments de contexte économique et concurrentiel, SIPH a été modélisé selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 2).

Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation *DCF to equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

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

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie a permis d'approcher la valorisation de SIPH de deux manières :

- **Une méthode *DCF to firm* par somme des parties** : elle consiste à évaluer indépendamment la valeur d'entreprise de chacune des entités, d'en faire la somme puis d'y retrancher la dette nette consolidée, les autres éléments d'ajustement et les différents intérêts minoritaires. Elle permet d'isoler la valeur de chaque entité, mais nécessite des taux d'actualisation différenciés. Elle ne prend en compte ni la diversification du risque entre les entités, ni les risques associés à la remontée en dividendes au niveau de SIPH du résultat de certaines filiales réalisé en devises locales. Elle peut être biaisée par le différentiel de taux d'actualisation pour la prise en compte des flux intra-groupe et ne permet pas d'appréhender les difficultés de financement que peut connaître la Société en période de faible cours du caoutchouc.
- **Une méthode *DCF to equity* par actualisation des flux disponibles pour les actionnaires sous contrainte de trésorerie nette minimale** : elle consiste à évaluer directement la valeur des fonds propres de SIPH à partir de son activité de commercialisation et des dividendes versés par les filiales. Elle permet de se rapprocher de la situation de l'actionnaire minoritaire, mais nécessite d'estimer la capacité de distribution de dividendes de chaque entité. Elle prend en compte le risque global de l'activité du Groupe, y compris la diversification entre filiales, le régime d'imposition des sociétés mère-filles pour les dividendes versés par les filiales et la liquidité du titre.

Les deux méthodes ont été mises en œuvre sur la base des mêmes flux issus des plans d'affaires communiqués par SIPH. Elles diffèrent notamment par la manière d'agréger ces flux et par les taux d'actualisation utilisés.

III.B.2.b. Estimation des flux prévisionnels

SIPH a communiqué à Associés en Finance les plans d'affaires des quatre entités de production de caoutchouc et de l'activité de commercialisation de SIPH. Ces plans d'affaires ont été établis en début d'année 2017 sur la période 2017-2043 puis actualisés sur la base des résultats 2016.

Plans d'affaires des filiales

La croissance de la production du Groupe est cohérente avec les objectifs communiqués dans le document de référence 2016. Le Groupe vise une production d'au moins 400 Kt en 2025, contre 218 Kt en 2016. Le plan d'affaires prévoit que ce développement se fasse à la fois par le renouvellement et l'extension des plantations, ainsi que par l'augmentation des achats aux planteurs en Côte d'Ivoire et au Ghana. Ces achats devraient dépasser 300 Kt achetées en 2025 contre 145 Kt actuellement.

Les hypothèses d'extension et de renouvellement des plantations diffèrent selon la stratégie des filiales : SIPH privilégie les achats aux planteurs dans certains pays, alors que d'autres offrent des capacités d'extension utilisées par la Société. Le plan d'affaires prévoit une amélioration progressive du rendement des hévéas : l'amélioration des techniques de récolte, les transformations génétiques, la diversité des espèces et la meilleure qualité des plantations permettent de diminuer la perte d'arbres et d'augmenter la quantité de latex produite par hectare.

Cette augmentation du volume de matière première produite entraîne des besoins de transformation plus importants, qui sont soutenus par des investissements en usines dans les pays où les capacités actuelles ne permettent pas d'absorber les quantités acheminées. Une fois transformé dans les usines des différentes filiales, le caoutchouc est vendu à SIPH à un prix indexé sur le cours du TSR20 sur le SICOM après un ajustement de prix différencié entre filiale, qui prend en compte la qualité du caoutchouc produit et la marge commerciale de SIPH.

La constitution du chiffre d'affaires est ainsi basée sur ces hypothèses de volumes vendus, ainsi que sur des hypothèses d'évolution du cours du TSR20 (exprimé en \$/kg) et du taux de change \$/€.

SIPH a effectué une analyse de l'évolution de l'offre et de la demande du caoutchouc naturel sur les prochaines années et en a déduit une trajectoire du cours du TSR 20 jusqu'en 2025 où ce dernier converge vers un cours d'équilibre de 2,3 \$/kg qui prévaut pour toute la fin du plan d'affaires. Ce cours d'équilibre est cohérent avec les prévisions de cours du caoutchouc de la Banque Mondiale (2,36\$ en 2025 et 2,40\$ en 2030), sachant que ces prévisions portent sur le cours du RSS3, qui affiche une prime de +25% depuis le début de l'année 2017 et de +14% en moyenne depuis 5 ans par rapport au cours du TSR 20. Des hypothèses alternatives de cours sont présentées en conclusion de la valorisation afin de mesurer la sensibilité de la valeur à ce paramètre.

Les hypothèses de taux de change \$/€ utilisées par Associés en Finance sont basées sur l'analyse des marchés à terme, qui anticipent une appréciation du dollar contre l'euro (1,21 \$/€ sur le marché à terme en 2020). Au 31 mai 2017, la moyenne sur 3 mois du taux de change \$/€ s'établit à 1,083. La modélisation d'Associés en Finance prend en compte un taux de change \$/€ de 1,10 en 2017, 1,12 en 2018, 1,15 en 2019 puis un taux de change à long-terme de 1,20 \$/€ à partir de 2020. Ce paramètre fait également l'objet d'une analyse de sensibilité en conclusion de la valorisation.

Les prévisions des plans d'affaires incorporent aussi les hypothèses du management quant à l'évolution prévisible des taxes spécifiques qui peuvent être perçues dans certains pays, notamment la taxe sur le caoutchouc mise en place en Côte d'Ivoire en 2012 et amendée en 2015.

Le coût des achats aux planteurs représente une part significative du coût des ventes pour les filiales en Côte d'Ivoire et au Ghana. Le prix d'achat de la matière première aux planteurs est basé sur un pourcentage du cours du TSR20 sur le SICOM, appelé taux d'accès. Ce taux d'accès est différent selon le pays, où il est la résultante de la concurrence à l'achat sur les marchés locaux. Dans le plan d'affaires, il converge vers un taux d'accès d'équilibre à partir de 2023. Les frais de fonctionnement des usines représentent également un important poste de coûts, tandis que les frais généraux des filiales sont faibles. Pour CRC et RENL, les coûts de vente sont principalement constitués des coûts liés à la production agricole et des coûts liés au fonctionnement des usines, qui évoluent dans le plan d'affaires proportionnellement à l'augmentation de la production.

La marge opérationnelle diffère selon la filiale et sa stratégie de production ou d'achat de la matière première : les marges d'EBIT de CRC et RENL sont ainsi supérieures à long-terme à celles de SAPH et de GREL. Les marges des filiales atteignent des points hauts autour de 2025 avec l'ajustement du TSR20 sur son niveau de long-terme et se stabilisent sur la fin du plan d'affaires. Elles restent généralement inférieures aux marges atteintes en 2011⁵.

Des hypothèses d'investissement ont été effectuées chaque année en fonction des investissements agricoles nécessaires pour le renouvellement des arbres en fin de vie et pour les extensions prévues dans le plan d'affaires. Des investissements industriels sont également prévus en Côte d'Ivoire et au Ghana, afin d'augmenter les capacités de transformation pour répondre à l'augmentation des volumes à traiter.

Devises locales

SAPH exerce son activité et publie ses comptes en francs CFA (XOF), devise qui a une parité fixe avec l'euro. Le taux de change officiel XOF/€ de 655,957 est utilisé tout au long du plan d'affaires. GREL tient sa comptabilité en euros et le cédi n'est donc pas pris en compte dans le plan d'affaires. CRC tient sa comptabilité en dollar américain, dont le taux de change utilisé dans le cadre de la modélisation a été discuté plus haut.

RENL utilise le naira (NGN), devise nigériane qui bénéficiait d'un régime de change fixe contre le dollar. Comme indiqué précédemment, la baisse des cours du pétrole a forcé la Banque centrale du Nigéria à annoncer en juin 2016 son intention de faire évoluer le régime de change vers davantage de flexibilité. Un taux de change officiel est désormais déterminé quotidiennement par la Banque centrale du Nigeria et un certain nombre d'organismes financiers accrédités sont autorisés à échanger du naira contre des devises étrangères à un taux de change déterminé par la concurrence

⁵ Le cours du caoutchouc naturel s'établissait à un niveau moyen historiquement élevé de 4,5 \$/kg sur l'année 2011.

dans une marge fixe autour du taux de change officiel. Malgré l'introduction de cette flexibilité, les échanges se poursuivent également sur le marché parallèle. Un taux de change NGN/\$ de 314,5, qui correspond à la moyenne sur 3 mois au 31 mai 2017 du taux de change interbancaire, est utilisé pour la modélisation. La sensibilité de la valorisation à ce paramètre est mesurée en conclusion de la valorisation, notamment compte tenu du taux officiel défini par la Banque centrale du Nigeria (304,9 au 31 mai 2017) et des taux supérieurs en vigueur sur le marché parallèle.

Plans d'affaires de SIPH

Le chiffre d'affaires de SIPH en tant qu'entité sociale est essentiellement constitué des ventes de caoutchouc. Le reste du chiffre d'affaires provient des frais d'assistance technique versés par les filiales à SIPH pour les prestations de service réalisées, l'assistance qu'elle leur apporte et la mise à disposition de personnel. Enfin, une partie du chiffre d'affaires est issue d'une activité d'achat centralisé de matériel industriel et d'intrants pour toutes les sociétés du groupe SIFCA.

SIPH fixe une marge unitaire entre le prix d'achat aux filiales et le prix de vente du caoutchouc, qui constitue son résultat opérationnel lié à son activité de commercialisation. Son activité étant exclusivement de l'achat/vente et non de la production de caoutchouc, la marge d'EBIT de SIPH est bien plus faible que celle des filiales et évolue entre 2% et 3% tout au long du plan d'affaires.

Distribution de dividendes et levier cible

SIPH perçoit également les dividendes versés par les filiales, lorsque celles-ci ont remboursé leurs dettes et redeviennent profitables. Sur les cinq premières années des plans d'affaires, les prévisions de dividende du management sont utilisées pour la modélisation par Associés en Finance. A partir de 2022 pour SAPH, GREL et RENL, et 2027 pour CRC, Associés en Finance modélise la capacité de distribution des filiales compte tenu d'un levier cible nul après distribution du dividende de l'année.

Du fait de la cyclicité de leur chiffre d'affaires, qui subit l'évolution des cours du caoutchouc, les *cash-flows* des sociétés productrices de caoutchouc sont difficilement prévisibles. Elles doivent ainsi veiller à conserver une réserve de trésorerie destinée à financer les périodes de faibles cours du caoutchouc, mais peuvent également être amenées à se financer par endettement dans des circonstances qui sont alors difficiles. Les dividendes perçus par SIPH sont soumis au régime des sociétés mère-fille.

Les dividendes payés par SIPH à ses actionnaires prévus par le management ont également été utilisés sur les cinq premières années du plan d'affaires avant d'être modélisés compte tenu d'un objectif de trésorerie nette positive de 10% des fonds propres à partir de 2022. La majeure partie de la trésorerie du Groupe étant située au niveau des filiales, SIPH doit veiller à conserver une trésorerie minimale qui lui permette de faire face à des éventuelles difficultés financières ou opérationnelles. Ces dividendes sont utilisés pour la valorisation de SIPH par la méthode *DCF to equity*.

Prorogation des plans d'affaires et autres données prévisionnelles

Les plans d'affaires ont ensuite été prorogés jusqu'en 2051 afin de revenir sur des niveaux d'équilibre en termes d'investissement et de maturité des plantations. Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 2, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- Les prévisions à long terme sur le chiffre d'affaires sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. La croissance de l'activité est progressivement réduite, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés exposées à des facteurs de marché similaires dans Trival®. Cette croissance atteint +1,5% en 2051 pour l'ensemble des sociétés ;

- La marge opérationnelle de chacune des entités est aussi progressivement réduite jusqu'en 2051, afin d'appréhender un retour vers une rentabilité des capitaux investis cohérente avec leur coût du capital. Le niveau normatif des marges diffère selon le modèle économique de chaque filiale et la marge de l'entité commerciale SIPH tend vers un niveau de 2% en 2051 ;
- Le BFR en pourcentage du chiffre d'affaires est maintenu stable par rapport à son niveau moyen sur les dernières années du plan d'affaires. Le BFR est supposé constant sur toute la période de prorogation et s'établit entre 9% et 23% du chiffre d'affaires selon le modèle économique de chaque filiale de production. Le BFR de l'entité commerciale est maintenu à 0,5% du chiffre d'affaires ;
- Les dépenses d'investissement en pourcentage du chiffre d'affaires sont ajustées afin de revenir vers un niveau de maturité des plantations cohérent entre les différentes filiales. Selon l'entité, les investissements varient entre 1,5% et 6,0% du chiffre d'affaires. Le montant des investissements de l'entité commerciale est quasi nul ;
- Le taux d'imposition a été déterminé par filiale en fonction des politiques fiscales propres à chacun des pays. Pour SIPH, Associés en Finance retient le taux d'impôt de 28% issu de la Loi de Finance 2017 à partir de 2019, auquel s'ajoute la contribution sociale (3,3% de l'IS) ;
- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres en 2051 (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to equity*) ou à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2051 (modèle d'actualisation des free cash-flows générés, *DCF to firm*).

Devises de conversion

Chaque entité est modélisée dans sa devise de tenue des comptes, en intégrant les taux de change discutés plus haut. La valorisation de SAPH est convertie en euros compte tenu du taux de change officiel XOF/€ de 655,957. La valorisation de CRC est convertie en euros compte tenu d'un taux de change \$/€ de 1,083, calculé en moyenne sur 3 mois au 31 mai 2017. La valorisation de RENL est convertie en euros compte tenu du taux de change NGN/\$ de 314,5 utilisé dans le cadre de la modélisation et d'un taux de change \$/€ de 1,083.

Détermination du nombre d'actions

Au 31 mai 2017, le capital de SIPH est composé de 5 060 790 actions. A cette date, la Société ne détient aucune de ses actions et il n'existe aucun autre instrument donnant accès à son capital. Le nombre d'actions retenu est donc de 5 060 790 actions.

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

La méthode *DCF to firm* détermine dans un premier temps une valeur d'entreprise dont est déduite la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements effectués pour aboutir à la valeur des fonds propres. Les méthodes habituellement utilisées par les évaluateurs consistent à examiner la situation de la trésorerie et des provisions au bilan et à intégrer ces provisions avec discernement dans la valorisation lorsqu'elles peuvent être considérées comme des engagements et donc comme des équivalents de dettes.

Dans cet esprit, et sur la base des comptes à fin décembre 2016, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de SIPH :

- les emprunts et dettes auprès d'établissements de crédit ;

- les liquidités, les valeurs mobilières de placement et les dépôts bancaires à court terme ;
- les engagements de retraites ;
- les autres passifs à long-terme et les provisions pour autres passifs, essentiellement composés de provisions pour litiges ;
- la dette d'impôts sur les sociétés de RENL ;
- les déficits reportables et les crédits d'impôts sur investissements au niveau de SAPH ;
- la juste valeur des contrats de couverture sur le caoutchouc, réévaluée sur la base du cours de caoutchouc utilisé dans le plan d'affaires pour l'exercice 2017 ;
- les intérêts minoritaires relatifs à SAPH, GREL et RENL, réévalués compte tenu de la valeur de marché des fonds propres obtenue pour chaque filiale.

Le Tableau 12 récapitule les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de SIPH pris en compte dans le cadre de la méthode *DCF to firm*.

Tableau 12 : Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (M€)

<i>Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres réévalués au 31 mai 2017 sur la base des comptes au 31 décembre 2016</i>	<i>M€</i>
Dettes nettes	(90,5)
Engagements de retraite	(5,0)
Provisions et passifs non courants nets	(1,8)
Dettes d'impôts sur le résultat	(0,9)
Déficits reportables et crédits d'impôts	5,9
Pertes sur couverture	(2,3)
Minoritaires	(128,6)
Total des éléments de passages	(223,3)

Sources : SIPH, Associés en Finance

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres retranchent 233,3 M€.

III.B.2.c. Estimation du coût des ressources de financement

La méthode *DCF to firm* par somme des parties nécessite l'estimation d'un coût du capital différencié pour chacune des entités du Groupe. La méthode *DCF to equity* par actualisation des flux disponibles pour les actionnaires nécessite un coût des fonds propres de SIPH, qui prenne en compte le risque global de l'activité du Groupe et la liquidité du titre.

Dans le cadre des travaux d'Associés en Finance :

- **les quatre entités productrices** ont été modélisées avec un objectif de levier cible nul après distribution du dividende annuel à partir de 2022 (2027 pour CRC) ;
- **SIPH** a été modélisée avec un objectif de trésorerie nette positive de 10% des fonds propres à partir de 2022.

Compte tenu de ces objectifs d'endettement net nul, le coût des fonds propres des entités productrices doit être égal à leur coût du capital. Celui-ci a été estimé conformément à la méthodologie utilisée par Associés en Finance pour son modèle Trival®, qui prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre.

Risque relatif

Le risque relatif de chaque entité productrice résulte des éléments suivants :

- sur la base de l'analyse forces/faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (Tableau 2), le risque de prévision retenu est de 9 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9. Il reflète les risques liés à une activité de production de matières premières et l'exposition de la Société au seul caoutchouc. Il est cohérent avec les risques des grands *trusts* miniers suivis dans Trival® (Rio Tinto, Anglo American, BHP Billiton) ou de Glencore, qui sont compris entre 7 et 8 malgré une diversification entre matières premières importante ;
- le risque financier est de 4 sur une échelle de risque croissant de 1 à 5 pour SAPH, GREL et RENL, et de 5 pour CRC. Il reflète la structure financière actuelle des entités, qui présente de la dette du fait des cours du caoutchouc récents, leur taille et les difficultés qu'elles peuvent avoir à lever de la dette lorsque celle-ci s'avère nécessaire, c'est-à-dire en période de cours faibles ;
- le risque sectoriel s'élève à 1,38 sur la base du bêta boursier sectoriel de l'indice Stoxx 600 *Basic Resources*.

Concernant l'activité de SIPH, le risque relatif sur son activité de commercialisation, c'est-à-dire sans prendre en compte ses filiales (ci-après « **SIPH social** »), résulte d'un risque de prévision de 7, compte tenu d'une moindre sensibilité de ses résultats au cours du caoutchouc. Le risque financier est de 3 et le risque sectoriel utilisé est similaire à celui des entités productrices.

Le risque relatif du Groupe résulte des risques relatifs décrits ci-dessus, soient un risque de prévision de 8, un risque financier de 4 et un risque sectoriel de 1,38.

Au 31 mai 2017, les coefficients de risque relatif s'établissent à 1,72 pour le Groupe, 1,91 pour SAPH, GREL et RENL, 2,28 pour CRC et 1,32 pour SIPH social.

Liquidité

Dans le modèle Trival®, la liquidité de chaque société est appréciée au travers de la taille de son flottant et des montants absorbables. Dans le cadre de la méthode *DCF to equity*, l'illiquidité de l'action SIPH résulte d'un flottant de 60,2 M€ en moyenne sur 3 mois et de montants absorbables estimés à 79 K€ au 31 mai 2017.

SAPH est la seule entité productrice cotée, mais sa liquidité est insuffisante pour mettre en place le calcul des montants absorbables. Sa liquidité a été estimée par la taille de son flottant (17,1% soit 18,2 M€ en moyenne sur 3 mois au 31 mai 2017). Pour les trois autres entités productrices ainsi que pour SIPH social, non cotées, la liquidité a été évaluée au travers de la valeur de leurs fonds propres et de la liquidité minimale parmi les 500 sociétés suivies dans le modèle Trival®, en considérant que SAPH est intégrée à cet échantillon.

Au 31 mai 2017, les coefficients d'illiquidité s'établissent à 1,82 pour le Groupe, 2,71 pour SAPH, GREL, RENL et SIPH social, et 3,44 pour CRC.

Prime de risque pays

Du fait des risques spécifiques liés à l'activité des filiales de SIPH dans des pays d'Afrique de l'Ouest, notamment en ce qui concerne l'instabilité politique et réglementaire, le régime de change, les risques économiques spécifiques ou les risques médico-sociaux, une prime de risque pays est ajoutée au calcul du coût des ressources de financement.

Les plans d'affaires communiqués par SIPH ayant été établis hors inflation locale, la prime de risque pays ne prend pas en compte le différentiel d'inflation. Les rendements des obligations d'Etat étant biaisés par l'inflation locale et le manque de liquidité, les primes de risque pays pour les entités productrices ont été établies par référence aux *spreads* d'obligations *corporate* américaines de rating

considéré comme comparable avec le rating des Etats respectifs et la notation établie par la COFACE. SIPH bénéficiant de la diversification du risque pays entre ses quatre filiales, dont la Côte d'Ivoire qui représente une part significative de l'activité de la Société et se voit affecter le risque pays le plus faible, une prime de risque pays légèrement inférieure au plus faible des risques pays des filiales a été utilisée pour le calcul du coût des ressources de financement.

Au 31 mai 2017, les primes de risque pays s'établissent à 2,0% pour le Groupe et SIPH social, 2,7% pour SAPH, 3,1% pour GREL, 3,8% pour RENL et 4,4% pour CRC.

Calcul du coût des ressources de financement

Les coefficients de risque relatif et d'illiquidité sont appliqués aux primes de marché issues du modèle Trival® et calculées en moyenne sur 3 mois au 31 mai 2017. Le Tableau 13 détaille le calcul du coût des fonds propres pour le Groupe, les entités productrices et SIPH social.

Tableau 13 : Coût des fonds propres après impôts au 31 mai 2017

Calcul du coût des fonds propres	Groupe	SAPH	GREL	RENL	CRC	SIPH social
Coefficients de risque						
<i>Risque relatif</i>	<i>1,72</i>	<i>1,91</i>	<i>1,91</i>	<i>1,91</i>	<i>2,28</i>	<i>1,32</i>
Risque de prévision	8	9	9	9	9	7
Risque financier	4	4	4	4	5	3
<i>Illiquidité</i>	<i>1,82</i>	<i>2,71</i>	<i>2,71</i>	<i>2,71</i>	<i>3,44</i>	<i>2,71</i>
Primes de marché Trival® (moyenne sur 3 mois)						
Prime de risque	6,24%					
Prime d'illiquidité	1,13%					
Ordonnée du plan	(0,91%)					
Coût des fonds propres avant prime pays	11,8%	14,0%	14,0%	14,0%	17,2%	10,3%
Prime de risque pays	2,0%	2,7%	3,1%	3,8%	4,4%	2,0%
Coût des fonds propres	13,8%	16,7%	17,2%	17,8%	21,5%	12,3%

Source : Associés en Finance

Dans le cadre de la méthode *DCF to firm* par somme des parties, le coût du capital des différentes entités est considéré comme égal à leur coût des fonds propres, du fait d'une modélisation avec un objectif de levier nul.

Au 31 mai 2017, les coûts du capital utilisés s'établissent ainsi à 16,7% pour SAPH, 17,2% pour GREL, 17,8% pour RENL, 21,5% pour CRC et 12,3% pour SIPH social.

Dans le cadre de la méthode *DCF to equity* par actualisation des flux disponibles pour les actionnaires, le coût des fonds propres du Groupe s'établit à 13,8%. Il prend en compte la diversification du risque opérationnel et du risque pays entre les entités, le risque financier du Groupe et la liquidité en bourse du titre SIPH.

III.B.2.d. Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie

Les résultats de la valorisation par la méthode *DCF to firm* par somme des parties résultent de l'actualisation des flux prévisionnels associés à chacune des entités du Groupe à son propre coût du capital. La somme des valeurs obtenues constitue la valeur d'entreprise de SIPH, dont sont déduits les éléments de passage permettant d'aboutir à la valeur des fonds propres de la Société.

Au 31 mai 2017, la méthode *DCF to firm* aboutit à une valorisation de 76,7 € par action SIPH, soit une prime extériorisée par le prix d'Offre de +10,8%.

Les résultats de la valorisation par la méthode *DCF to equity* résultent de l'actualisation des flux disponibles pour les actionnaires de SIPH, sous contrainte de trésorerie nette minimale, au coût des fonds propres de SIPH. La valeur obtenue correspond directement à la valeur des fonds propres de la Société.

Au 31 mai 2017, la méthode *DCF to equity* aboutit à une valorisation de 68,6 € par action SIPH, soit une prime extériorisée par le prix d'Offre de +23,9%.

Les résultats des deux méthodes sont synthétisés dans le Tableau 14.

Tableau 14 : Résultat de la valorisation de SIPH par les méthodes *DCF to firm* et *DCF to equity*

<i>Eléments de valorisation</i>		<i>M€</i>
DCF to firm par somme des parties	Valeur d'entreprise	611,5
	- Dettes nettes	(90,5)
	- Engagements de retraite	(5,0)
	- Provisions et passifs non courants nets	(1,8)
	- Dettes d'impôts sur le résultat	(0,9)
	+ Déficits reportables et crédits d'impôts	5,9
	- Pertes sur couverture	(2,3)
	- Minoritaires	(128,6)
	Valeur des fonds propres de SIPH	388,2
	Nombre d'actions SIPH (Millions)	5,06
	Valeur par action SIPH	76,7 €
DCF to Equity	Prix d'Offre	85,0 €
	<i>Prime d'Offre (en %)</i>	<i>10,8%</i>
	Valeur des fonds propres de SIPH	347,3
	Nombre d'actions SIPH (Millions)	5,06
DCF to Equity	Valeur par action SIPH	68,6 €
	Prix d'Offre	85,0 €
	<i>Prime d'Offre (en %)</i>	<i>23,9%</i>

Source : Associés en Finance

III.B.2.e. Analyse de sensibilité de la valorisation

Sensibilité au taux d'actualisation

Tableau 15 : Analyse de la sensibilité de la valorisation de SIPH au taux d'actualisation au 31 mai 2017

		Primes de marché			
		Min 12M	3M	12M	Max 12M
DCF to firm par somme des parties	Valeur d'entreprise (M€)	638,4	611,5	530,6	471,7
	Valeur des fonds propres (M€)	407,8	388,2	330,2	288,9
	Variation	5,1%		(14,9%)	(25,6%)
	Valeur par action (€)	80,6	76,7	65,2	57,1
	Prime d'Offre (en %)	5,5%	10,8%	30,3%	48,9%
		Primes de marché			
		Min 12M	3M	12M	Max 12M
DCF to Equity	Coût des fonds propres du Groupe	13,4%	13,8%	15,2%	16,9%
	Valeur des fonds propres (M€)	364,2	347,3	298,0	248,1
	Variation	4,8%		(14,2%)	(28,6%)
	Valeur par action (€)	72,0	68,6	58,9	49,0
	Prime d'Offre (en %)	18,1%	23,9%	44,4%	73,4%

Source : Associés en Finance

Sensibilité au prix du TSR20 (SICOM en \$/kg) à long terme

Tableau 16 : Analyse de la sensibilité de la valorisation de SIPH à l'hypothèse de prix du TSR20 (SICOM) à long terme

		Prix du TSR20 (SICOM) (\$/kg) à partir de 2025				
		2,20	2,25	2,30	2,35	2,40
DCF to firm par somme des parties	Valeur d'entreprise (M€)	579,8	595,6	611,5	627,3	643,1
	Valeur des fonds propres (M€)	366,3	377,3	388,2	399,2	410,1
	Variation	(5,6%)	(2,8%)		2,8%	5,6%
	Valeur par action (€)	72,4	74,5	76,7	78,9	81,0
	Prime d'Offre (en %)	17,4%	14,0%	10,8%	7,8%	4,9%
DCF to Equity	Valeur des fonds propres (M€)	326,6	337,0	347,3	357,7	368,0
	Variation	(6,0%)	(3,0%)		3,0%	6,0%
	Valeur par action (€)	64,5	66,6	68,6	70,7	72,7
	Prime d'Offre (en %)	31,7%	27,7%	23,9%	20,3%	16,9%

Source : Associés en Finance

Sensibilité au taux de change \$/€ à long terme

Tableau 17 : Analyse de la sensibilité de la valorisation de SIPH à l'hypothèse du taux de change \$/€ à long terme

		Taux de change \$/€ à partir de 2020				
		1,15	1,18	1,20	1,22	1,25
DCF to firm par somme des parties	Valeur d'entreprise (M€)	660,6	630,7	611,5	592,9	566,0
	Valeur des fonds propres (M€)	421,6	401,3	388,2	375,6	357,3
	Variation	8,6%	3,4%		(3,3%)	(8,0%)
	Valeur par action (€)	83,3	79,3	76,7	74,2	70,6
	Prime d'Offre (en %)	2,0%	7,2%	10,8%	14,5%	20,4%
DCF to Equity	Valeur des fonds propres (M€)	377,6	359,1	347,3	335,9	319,4
	Variation	8,7%	3,4%		(3,3%)	(8,0%)
	Valeur par action (€)	74,6	71,0	68,6	66,4	63,1
	Prime d'Offre (en %)	13,9%	19,8%	23,9%	28,1%	34,7%

Source : Associés en Finance

Sensibilité au taux de change NGN/\$ à long terme

Tableau 18 : Analyse de la sensibilité de la valorisation de SIPH à l'hypothèse du taux de change NGN/\$

		Taux de change NGN/\$				
		304,9	314,5	330,0	350,0	375,0
DCF to firm par somme des parties	Valeur d'entreprise (M€)	607,8	611,5	616,9	623,2	630,2
	Valeur des fonds propres (M€)	385,7	388,2	392,0	396,3	401,1
	Variation	(0,6%)		1,0%	2,1%	3,3%
	Valeur par action (€)	76,2	76,7	77,5	78,3	79,2
	Prime d'Offre (en %)	11,5%	10,8%	9,7%	8,5%	7,3%
DCF to Equity	Valeur des fonds propres (M€)	345,7	347,3	349,8	352,7	355,9
	Variation	(0,5%)		0,7%	1,6%	2,5%
	Valeur par action (€)	68,3	68,6	69,1	69,7	70,3
	Prime d'Offre (en %)	24,5%	23,9%	23,0%	21,9%	20,9%

Source : Associés en Finance

Sensibilité à la valorisation de SAPH en valeur boursière

La valorisation de SIPH par la méthode *DCF to firm* par somme des parties a également été sensibilisée par la prise en compte de SAPH à sa valeur boursière au 31 mai 2017, sur la base du cours de clôture et de la moyenne des cours sur trois mois. La valorisation obtenue est inférieure à celle issue des plans d'affaires établis par le management et des paramètres de marché.

III.C. Références d'évaluation

Transactions sur le capital de SIPH et principales acquisitions

Le Groupe s'est constitué de la manière suivante :

- **Privatisation de GREL par l'Etat ghanéen (1997)** : SIPH devient actionnaire de GREL à hauteur de 60% suite à la cession de 75% de son capital par l'Etat ghanéen.
- **Acquisition par SIFCA des participations détenues par Octide dans SIPH et SAPH (1999)** : dans le cadre du désengagement de ses activités agro-industrielles, le groupe Octide cède ses actions SIPH et SAPH au groupe SIFCA, qui recentre son activité vers le caoutchouc.
- **Apports des titres MDC par CFM à SIPH (2006)** : SIPH et CFM signent un accord prévoyant l'apport par CFM de quatre plantations d'hévéas au Nigeria détenue par sa filiale Michelin Development Company (MDC) en échange de titres SIPH. Ces plantations constituent l'essentiel des actifs de l'actuel RENL.

Cette opération d'apport a fait l'objet d'une évaluation par Invest Securities. Dans le cadre de ses travaux, Invest Securities a opté pour une approche multi-critères. Il a écarté les méthodes suivantes : l'actualisation des dividendes, l'actualisation des résultats nets, la méthode de l'actif net réévalué, les transactions comparables et les comparables boursiers. Les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie et du goodwill ont été retenues.

Conjointement à l'évaluation des quatre plantations apportées par CFM, les évaluations de SAPH et de GREL ont également été réalisées. Sur la base des travaux menés par l'évaluateur, les valeurs de fonds propres extérieures par l'application des différentes méthodes s'établissaient à 76,5 M€ pour SIPH et 19,2 M€ pour MDC.

L'opération d'apport donne lieu à une augmentation de capital de la part de SIPH, portant sur 101 216 actions d'une valeur de 189,7 € par action. La valeur nominale des actions SIPH ayant été divisée par 10 au mois de juillet 2008, cela correspond à une valeur de 19,0 € par action post division d'actions et hors prise en compte des dividendes versés depuis 2008.

- **Acquisition par SIPH de 60 % du capital de CRC auprès de SRI (2008)** : SIPH acquiert une participation de 60 % dans CRC auprès du groupe Salala Rubber Investment (SRI). La plantation est alors est en cours de réhabilitation après plusieurs dommages subis de 1985 à 2003.
- **Renforcement de SIPH au capital de SAPH (2010)** : SIPH renforce de 2,30% sa participation dans SAPH, passant ainsi de 65,8% à 68,1% du capital.
- **Acquisition par SIPH de la participation résiduelle de SRI dans CRC (2012)** : SIPH acquiert la participation résiduelle de 40% détenue par SRI dans CRC, qui devient une filiale à 100% de SIPH.

Les transactions présentées ci-dessus sont peu pertinentes en tant que référence de valorisation, car soit (i) ayant été réalisées il y a plus de 10 ans, soit (ii) ayant porté sur un actif en cours de réhabilitation, soit (iii) n'ayant pas donné lieu à un changement de contrôle.

Transactions réalisées par CFM sur le capital de SIPH en 2016

Entre le 27 mai 2016 et le 27 juillet 2016, CFM a réalisé l'acquisition de 18 532 actions SIPH à des cours compris entre 29,9 € et 34,1 € par action (prix moyen de 32,18 €) ce qui l'a conduit à franchir le seuil de 25,0% des droits de vote le 18 juillet 2016. Ces transactions ont donc été réalisées à des cours très inférieurs au prix d'Offre.

IV. Analyse des travaux de la banque présentatrice

Oddo & Cie, banque présentatrice de l'Offre, fait reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multi-critères de la Société. L'Offre étant réalisée exclusivement en numéraire, Associés en Finance et Oddo & Cie ont procédé à la seule évaluation de la Société.

IV.A. Les méthodes écartées

La banque présentatrice a écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes de valorisation par les comparables boursiers, par les transactions comparables, par l'actif net comptable, par l'actif net réévalué et par actualisation des dividendes. Ces mêmes méthodes avaient été écartées lors de l'évaluation réalisée dans le cadre de l'opération d'apport par CFM au profit de SIPH. Tout comme Associés en Finance, Oddo & Cie a présenté à titre d'information un échantillon de sociétés productrices de caoutchouc et de transactions ayant eu lieu dans le secteur au cours des dernières années.

IV.B. Les méthodes retenues

Les méthodes utilisées par la banque présentatrice sont identiques à celles utilisées par Associés en Finance. L'évaluation multi-critères est basée sur deux approches : l'analyse des cours de bourse, et l'évaluation par actualisation des flux prévisionnels. Dans le cadre de cette dernière approche, Oddo & Cie et Associés en Finance ont tous deux opté pour une valorisation par la somme des parties. Associés en Finance a également proposé une méthode *DCF to equity* par actualisation des flux disponibles pour les actionnaires sous contrainte de trésorerie nette minimale. L'approche de valorisation par les objectifs de cours du seul analyste qui suit régulièrement SIPH est présentée à titre indicatif.

IV.B.1. Analyse des cours de bourse

L'approche d'analyse du cours de bourse présentée par la banque présentatrice est similaire à celle d'Associés en Finance⁶, à l'exception de l'absence d'utilisation du cours moyen pondéré 9 mois comme référence supplémentaire pour l'appréciation du prix d'Offre. Par ailleurs, la banque présentatrice a choisi comme date de référence des cours le 5 juin 2017, tandis qu'Associés en Finance a établi ses calculs au 31 mai 2017. Cet écart temporel n'entraîne pas de distorsions entre les niveaux de primes extériorisées par la mise en application de l'analyse menée par Oddo & Cie et Associés en Finance.

IV.B.2. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels

Méthodologie de valorisation DCF to firm par somme des parties

La banque présentatrice et Associés en Finance ont utilisé les éléments présents dans les plans d'affaires de la Société pour établir leurs valorisations.

La banque présentatrice a utilisé le plan d'affaires du management courant jusqu'en 2043, avant de déterminer une valeur terminale basée sur des éléments normatifs. Associés en Finance a établi sa valorisation sur la base du plan d'affaires jusqu'en 2041, puis a prolongé ses estimations jusqu'en

⁶ Il peut néanmoins subsister de légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisés notamment le nombre de jours de bourse de référence.

2051, conformément à la méthodologie de son modèle propriétaire Trival®. Ce modèle se base sur l'hypothèse selon laquelle le rendement des capitaux employés tend à long terme vers le coût moyen pondéré du capital.

Les flux prévisionnels estimés par la banque d'une part, et par Associés en Finance d'autre part, sont basés sur les mêmes hypothèses d'évolution du cours du caoutchouc naturel, fournies par le management. Par ailleurs, Oddo & Cie et Associés en Finance ont utilisé le même taux de conversion XOF/€, soit le taux officiel, constant tout au long du plan d'affaires. Enfin, la croissance normative du chiffre d'affaires utilisé par Oddo & Cie est en moyenne égale à la moyenne de la croissance du chiffre d'affaires utilisé par Associés en Finance sur la période de prorogation du plan d'affaires.

Les différences dans les hypothèses utilisées concernent les éléments suivants :

- Le taux de change \$/€ utilisé par Associés en Finance évolue graduellement de 1,10 \$/€ en 2017 à 1,12 \$/€ en 2018 puis 1,15 \$/€ en 2019, contre 1,07 \$/€ en 2017, 1,13 \$/€ en 2018 et 1,18 \$/€ en 2019 dans la valorisation effectuée par Oddo & Cie. Les deux sociétés utilisent cependant le même taux de change à long-terme de 1,20 \$/€ à partir de 2020 ;
- Oddo & Cie a utilisé un taux NGN/€ stable à 358,4, impliquant un taux NGN/\$ variable et à long terme un taux NGN/\$ constant. Associés en Finance a utilisé le taux de change NGN/\$ correspondant à la moyenne sur 3 mois au 31 mai 2017 du taux de change interbancaire, soit un taux de 314,5 NGN/\$ constant sur toute la modélisation ;
- Les marges d'EBITDA retenues par Associés en Finance pour chacune des filiales sur la période de prorogation sont en moyenne en-deçà des hypothèses de marges normatives de la banque présentatrice. Ces éléments sont toutefois compensés par des taux d'actualisation utilisés par Associés en Finance en moyenne plus faibles ;
- Associés en Finance a utilisé les mêmes taux d'imposition pour les filiales que la banque présentatrice, soit les taux en vigueur selon la réglementation des différents pays. Concernant le taux d'imposition de SIPH, Associés en Finance a retenu le taux d'impôt de 28% issue de la Loi de Finance 2017 et effectif à partir de 2019, auquel s'ajoute la contribution sociale, tandis qu'Oddo & Cie a utilisé l'impôt inclus dans le plan d'affaires et basé sur le taux d'imposition actuel français ;
- Oddo & Cie a utilisé les niveaux de stock de matières premières et de produits finis du plan d'affaires, soient des stocks stables en quantité. Associés en Finance a ajusté ces niveaux de stock afin de prendre en compte une stabilité en % de la production pour le stock de matière première et en % de la production usinée pour le stock de produits finis.

La banque présentatrice calcule ses coûts du capital par filiale au 18 mai 2017, sur la base des données par pays fournies par Damodaran (taux sans risque et primes de risque) et d'un bêta désendetté de 1,3. En raison des objectifs d'endettement net nul, Associés en Finance considère le coût du capital des entités productrices égal à leur coût des fonds propres. Ceux-ci sont calculés selon la méthodologie mise en œuvre dans le cadre du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Les différences extériorisées sont les suivantes :

- Oddo & Cie aboutit à un coût du capital de l'entité sociale SIPH de 10,3% contre 12,3% pour Associés en Finance ;
- Le coût du capital de SAPH estimé par Oddo & Cie atteint 18,1%, tandis que celui utilisé par Associés en Finance est de 16,7% ;
- La banque présentatrice aboutit à un coût du capital de GREL de 26,8% contre 17,2% pour Associés en Finance ;
- Le coût du capital de RENL utilisé par Oddo & Cie est de 20,8%, tandis que celui estimé par Associés en Finance est de 17,8% ;

-
- Oddo & Cie aboutit à un coût du capital de CRC de 23,8% contre 21,5% pour Associés en Finance.

Les calculs présentés par Associés en Finance d'une part, et la banque présentatrice d'autre part, intègrent la même dette financière nette dans les éléments de passage permettant de passer de la valeur d'entreprise à valeur des fonds propres, ainsi que les mêmes provisions et la même dette d'impôts sur le résultat de RENL.

Par ailleurs, Associés en Finance a utilisé les déficits reportables et crédits d'impôts sur investissements au niveau de SAPH comme à intégrer dans la valorisation, tandis que la banque présentatrice n'a pris en compte que les déficits reportables. Oddo & Cie a utilisé les contrats de couverture à leur juste valeur au 31 décembre 2016, tandis qu'Associés en Finance a réévalué ces contrats sur la base du cours de caoutchouc utilisé dans le plan d'affaires pour l'exercice 2017. Enfin, les intérêts minoritaires relatifs à SAPH, GREL et RENL ont été réévalués par Oddo & Cie et Associés en Finance.

La valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode *DCF to firm* par somme des parties s'élève à 388,2 M€ en valeur des fonds propres, soit 76,7 € par action SIPH, un niveau très légèrement supérieur à la valorisation obtenue par la banque présentatrice (380,3 M€ en valeur des fonds propres, soit 75,1 € par action SIPH).

Méthodologie de valorisation DCF to equity

Oddo & Cie n'a pas effectué de valorisation par la méthode *DCF to equity*. Pour la mise en œuvre de cette méthode, Associés en Finance calcule le coût des fonds propres de SIPH sur son périmètre consolidé, en prenant en compte la diversification entre pays et la liquidité du titre. Au 31 mai 2017, il s'établit à 13,8%. La valorisation obtenue par Associés en Finance par cette méthode s'élève à 347,3 M€ en valeur des fonds propres, soit 68,6 € par action SIPH.

IV.B.3. Synthèse

Tableau 19 : Comparaison des valorisations obtenues pour SIPH par la banque présentatrice et par Associés en Finance

Méthode	 Associés en Finance JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS	 ODDO & CIE
Examen des cours de bourse	Prime offerte par l'Offre de 43,8% par rapport au cours de clôture du 31 mai 2017 Primes comprises entre 45,5% et 58,5% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 12 mois au 31 mai 2017	Prime offerte par l'Offre de 41,8% par rapport au cours de clôture du 5 juin 2017 Primes comprises entre 42,5% et 57,8% par rapport aux cours moyens pondérés sur 20 jours, 60 jours, 120 jours, et 250 jours au 5 juin 2017
Actualisation des flux prévisionnels	Valeur centrale de 76,7 € par action de SIPH sur la base de l'évaluation par la somme des parties. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 10,8% Valeur centrale de 68,6 € par action de SIPH sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 23,9%	Valeurs comprises entre 70,5 € et 80,3 € pour la valeur par action de SIPH sur la base de l'évaluation par la somme des parties. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 5,8% et 20,6%
Analyse des objectifs de cours (à titre indicatif)	Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 13,3% par rapport à l'objectif de cours retenu (75,0 €)	Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 13,3% par rapport à l'objectif de cours retenu (75,0 €)

Sources : Associés en Finance, Oddo & Cie

V. Conclusion d'Associés en Finance

Le 2 mars 2017, le Conseil d'Administration de SIPH a ratifié la nomination d'Associés en Finance en qualité d'expert indépendant pour attester du caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie d'un éventuel retrait obligatoire, initiée par CFM, agissant de concert avec SIFCA et visant les actions SIPH non détenues par le Concert, au prix de 85,0 € par action payable en numéraire.

Le lancement de cette Offre est la conséquence de la mise en concert de CFM et SIFCA, à la suite de la signature du Protocole d'Accord le 6 juin 2017 entre CFM et SIFCA. Si les résultats de l'Offre le lui permettent, CFM ambitionne de procéder au retrait obligatoire des actions SIPH.

L'intervention d'Associés en Finance est fondée sur l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF. Sur le fondement de l'article 261-1 II du Règlement Général de l'AMF, le présent rapport se prononce également sur l'éventuelle mise en œuvre d'un retrait obligatoire des actions SIPH.

Au 31 mai 2017, le prix de 85,0 € par action proposé dans le cadre de l'Offre extériorise :

- des primes comprises entre +45,5% sur le cours moyen pondéré sur un mois et +58,5% sur le cours moyen pondéré sur douze mois ;
- des primes de +10,8% et +23,9% par rapport à la valorisation de SIPH par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, établies sur la base des plans d'affaires de la Société, d'un cours du caoutchouc à long terme de 2,3 \$/kg et d'une parité \$/€ de 1,20.

Tableau 20 : Comparaison des valorisations obtenues pour SIPH au 31 mai 2017 par les différentes méthodes et primes extériorisées par le prix d'Offre

		Valeur par action (€)	Prime induite
Examen du cours de bourse au 31 mai 2017	Cours de clôture	59,10 €	43,8%
	Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	58,44 €	45,5%
	Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	57,40 €	48,1%
	Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	58,44 €	45,5%
	Cours moyen pondéré par les volumes 9 mois	55,59 €	52,9%
	Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	53,61 €	58,5%
	Plus haut 12 mois	69,83 €	21,7%
	Plus bas 12 mois	30,37 €	179,9%
Méthode d'actualisation des flux prévisionnels	DCF to Firm par la somme des parties	76,71 €	10,8%
	DCF to Equity	68,63 €	23,9%
Analyse des objectifs des analystes (à titre indicatif)	Objectif de cours	75,00 €	13,3%

Source : Associés en Finance

Compte tenu des incertitudes concernant l'évolution des principaux facteurs de marché, en premier lieu desquels le cours du caoutchouc, mais également les taux de change \$/€ et NGN/\$, plusieurs sensibilités de la valorisation ont été effectuées.

La valorisation de la Société s'avère particulièrement sensible au cours du caoutchouc naturel : une hausse du cours à long-terme de +0,10 \$, soit 2,40 \$/kg, entraînerait une hausse de la valorisation comprise entre +5,6% et +6,0%. Rappelons que ces niveaux de cours sont très supérieurs aux niveaux actuels, le cours du TSR 20 sur le SICOM s'établissant à 1,47 \$/kg au 31 mai 2017.

La Société bénéficierait également d'un dollar fort contre l'euro : une parité \$/€ à long terme de 1,15 entraînerait une hausse de la valorisation comprise entre +8,6% et +8,7%. Si ce niveau est cohérent avec la parité \$/€ actuelle, qui s'établit à 1,12 au 31 mai 2017, il est sensiblement inférieur aux taux de change observables sur les marchés à terme, qui s'établissent respectivement à 1,21 en 2020 et à 1,24 en 2021 à cette même date.

Par ailleurs, compte tenu des incertitudes actuelles sur la situation économique au Nigeria, la poursuite de la dépréciation du naira vers un niveau proche de ce qui peut être actuellement traité sur le marché parallèle, soit aux alentours de 375 NGN/\$, impliquerait une hausse de la valorisation de la Société comprise entre +2,5% et +3,3%.

Enfin, Associés en Finance a vérifié que les résultats de la valorisation de SIPH par la méthode *DCF to firm* par somme des parties sont supérieurs à ceux qui seraient obtenus par la prise en compte de SAPH à sa valeur boursière au 31 mai 2017.

Le prix d'Offre de 85,0 € proposé aux actionnaires minoritaires de SIPH leur permet de bénéficier de primes significatives par rapport aux différentes moyennes de cours de l'action sur les douze derniers mois. Si la valorisation par les méthodes d'actualisation des flux prévisionnels est sensible aux paramètres de marché utilisés, le prix d'Offre permet d'afficher des primes par rapport aux valeurs centrales établies sur la base des prévisions du management et des données disponibles au 31 mai 2017, ainsi que sur la base des hauts de fourchette des sensibilités effectuées.

Associés en Finance a examiné le Protocole d'Accord signé entre CFM et SIFCA, ainsi que le Pacte d'Actionnaires établi entre CFM, SIFCA et les principaux actionnaires de SIFCA. Les stipulations incluses dans ces documents organisent la répartition du capital entre CFM et SIFCA et prévoient notamment la cession par CFM à SIFCA à horizon 5 ans de 25% des actions qui seraient apportées à l'Offre. Ni cet élément ni aucun des autres éléments présents dans ces documents ne sont susceptibles de porter préjudice aux intérêts des actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.

Les termes et conditions de l'Offre initiée par CFM sur les actions SIPH sont donc équitables vis-à-vis des actionnaires de SIPH, y compris en cas de retrait obligatoire.



Arnaud Jacquillat
Directeur Général d'Associés en Finance

VI. Annexe 1 : Présentation de l'expert

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

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

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

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

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

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

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

Tableau 20 : Missions d'Associés en Finance et Détroyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
janvier-17	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
novembre-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
novembre-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
octobre-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
septembre-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juillet-15	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Edition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Credit Agricole CIB	OPA
novembre-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
octobre-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
septembre-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
septembre-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
septembre-14	Alphamos	DMS	Rochefort & Associés	Augmentation de capital
juillet-14	Carrefour Property Développement	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Les compétences et l'expérience d'Associés en Finance dispose en matière d'analyse et d'évaluation financière ainsi que les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité, préalable à la fois exigeant et indépendant requis par ce type de mission.

Personnel associé à la réalisation de la mission

■ Arnaud Jacquillat – Directeur Général :

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

■ Pierre Charmion – Manager, Equipe d'Exécution :

Pierre Charmion est titulaire d'un Master 222 – Marchés Financiers & Gestion d'Actifs de l'Université Paris Dauphine. Il a commencé sa carrière chez BNP Investment Partners au sein du département Gestion, puis chez Oddo Asset Management dans le département Convertibles & Taux. Il a animé des cours à l'Université Paris Nanterre dans le Master de Méthodes Scientifiques de Gestion et à l'Université Paris Dauphine dans le Master Finance. Depuis son arrivée chez Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés en 2011, Pierre a mené de nombreuses missions d'expertises et d'évaluation indépendantes (expertises de marchés, litiges fiscaux et dossiers de restructuration financière). Il est intervenu sur de nombreux dossiers de modélisation de produits optionnels complexes.

■ Thomas Libs – Associate, Equipe d'Exécution :

Thomas Libs est titulaire d'un Master – Banque et Finance de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne. Il a intégré l'équipe d'analystes d'Associés en Finance en 2013 et a mené de nombreuses missions de conseil et d'expertise, notamment pour le compte de sociétés industrielles. Il est en charge du suivi des sociétés du secteur automobile et des biens d'équipement et de leur valorisation dans le modèle Trival®.

■ Marjory Coustaroux – Analyste, Equipe d'Exécution :

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

■ Catherine Meyer – Associée et Responsable du Contrôle Qualité :

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

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à la ratification de sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de SIPH du 2 mars 2017, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 2 mars 2017 au 6 juin 2017. Le présent rapport a été établi sur la base des cours au 31 mai 2017.

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

- Bertrand Vignes, Directeur Général de SIPH ;
- Nicolas Chabot, Directeur Général Adjoint Finance, SIFCA ;
- Frédérique Varennes, Secrétaire Général de SIPH ;
- Olivier de Saint-Seine, membre du comité ad hoc de SIPH ;
- Bernard Diguët, membre du comité ad hoc de SIPH ;
- Alexandre Omaggio, conseil juridique de SIPH, FTPA ;
- François-Xavier Beauvisage, FTPA ;
- Romain Attard, Vice President, Oddo & Cie ;
- Félix Roy, Associate, Oddo & Cie.

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

■ Analyse de documents

- rapports annuels de SIPH, et SAPH depuis 2005 ;
- comptes sociaux de SIPH et des différentes filiales ;
- analyse des plans d'affaires 2016-2043 établis par la Société pour SIPH et ses filiales CRC, GREL, RENL et SAPH ;
- examen des notes d'analyses sur le marché du caoutchouc naturel établies par la Société ;
- examen des contrats d'assistance technique entre SIFCA et SIPH ;
- examen des contrats d'assistance technique entre MFPM et SIPH ;
- examen des contrats d'assistance technique entre SIPH et ses filiales ;
- analyse des notes d'analystes sur SIPH et SAPH ;
- examen des travaux d'Oddo & Cie, banque présentatrice de l'Offre et revue critique des éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par la banque présentatrice ;
- analyse du projet de note d'information ;
- analyse financière, comptes et stratégie de SIPH et de ses filiales ;
- analyse de l'environnement économique et concurrentiel du marché du caoutchouc naturel ;
- examen des transactions sur le titre SIPH sur l'année 2016 ;
- évaluation de SIPH selon une approche multicritères ;
- analyse des transactions récentes sur les sociétés du secteur depuis 2012 ;
- examen / évaluation des éléments correctifs permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour SIPH ;
- analyse du projet de note en réponse ;
- examen du pacte d'actionnaires au 30 mars 2015 conclu entre CFM, SIFCA, Parme Investissement et Immoriv ;

-
- examen du projet du nouveau pacte d'actionnaires entre CFM, SIFCA, Parme Investissement et Immoriv ;
 - examen du projet de Protocole d'Accord entre CFM et SIFCA ;
 - examen du rapport d'évaluation d'Invest Securities sur l'opération d'apports réalisée par CFM en 2006 au profit de SIPH ;
 - examen du rapport du commissaire aux apports sur cette opération et réalisé par le cabinet Ricol Lasteyrie ;
 - examen des transactions réalisées par CFM et SIFCA sur le capital de SIPH ;
 - examen des procès-verbaux de Conseil d'Administration sur l'année 2016 ;

■ **Utilisation des bases de données**

- utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
- utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance ;
- utilisation des prévisions de la Banque Mondiale et des données de l'International Rubber Study Group.

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

■ **Mise en œuvre du contrôle qualité**

■ **Rédaction du rapport d'expertise**

■ **Présentation du rapport à la Société**

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) s'établissent dans une fourchette de 80 000 € à 100 000 € hors TVA.

VII. Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®

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

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

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

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

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

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 20 M€ pour le plus faible à 750 Mds€ pour le plus élevé.

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

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

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

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente

économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

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

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

De l'actif économique à l'actif financier coté

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

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

Le risque anticipé

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

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

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

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

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

La liquidité

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

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

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

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

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

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

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65 % (82 % actuellement).

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

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

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

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

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

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en

œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

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

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

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