

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ



INITIÉE PAR

Wencan Holding (France) SAS

NOTE EN RÉPONSE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ LE BÉLIER SA



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), l'AMF a apposé le visa n°20-529 en date du 27 octobre 2020 sur la présente note d'information en réponse. Cette note en réponse (la « **Note en Réponse** ») a été établie par la société Le Bélier et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur le site internet de la société Le Bélier (www.lebelier.com) et peut également être obtenu sans frais au siège social de Le Bélier sis 33240 Véraac.

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 Le Bélier seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Le Bélier, selon les mêmes modalités.

Un communiqué de presse sera publié pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1	Description de l'Offre.....	4
1.2	Contexte de l'Offre	6
1.2.1	Acquisition des Blocs	6
1.2.2	Répartition du capital social et des droits de vote de la Société au 31 décembre 2019, préalablement à l'Acquisition des Blocs	8
1.2.3	Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition du Bloc 1	9
1.2.4	Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition du Bloc 2	9
1.2.5	Gouvernance de la Société	10
1.2.6	Déclarations de franchissement de seuils et d'intentions	12
1.2.7	Acquisition d'actions pendant les 12 mois précédant l'Acquisition du Bloc 1	13
1.2.8	Expert indépendant	13
1.2.9	Data Room.....	14
1.3	Motifs de l'Offre	14
1.4	Principales caractéristiques de l'offre	14
1.4.1	Termes de l'Offre	14
1.4.2	Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	15
1.4.3	Modalités de l'Offre	15
1.4.4	Conditions - Autorisations réglementaires	16
1.4.5	Retrait obligatoire à l'issue de l'Offre	16
1.4.6	Perspectives de fusion – Autres réorganisations	16
1.5	Procédure d'apport à l'Offre.....	17
1.6	Calendrier indicatif de l'Offre.....	17
1.7	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	19
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	20
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	29
4.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....	29
5.	AVIS DU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL	29

6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....	30
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	31
8.	ÉLÉMENTS RELATIFS A LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	32
8.1	Structure et répartition du capital de la Société	32
8.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce	32
8.3	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce	33
8.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	34
8.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	34
8.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	34
8.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la société.....	34
8.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration.....	34
8.7.2	Règles applicables à la modification des statuts de la Société	36
8.8	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions.....	36
8.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	39
8.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison de l'offre publique	39
9.	INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ.....	39
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	39

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application des dispositions du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Wencan Holding (France) SAS, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est situé Plantier de la Reine, 33240 Vérac, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Libourne sous le numéro 884 496 647 (l'« **Initiateur** »), société intégralement détenue indirectement par Guangdong Wencan Die Casting Co., Ltd., société cotée sur la bourse de Shanghai (603348 (SHA)) (« **Wencan** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Le Bélier, société anonyme de droit français, dont le siège social est situé à Vérac, 33240 France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Libourne sous le numéro 393 629 779 (« **Le Bélier** » ou la « **Société** »), d'acquérir, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites dans la note d'information établie par l'Initiateur (la « **Note d'Information** »), la totalité des actions de Le Bélier qui ne seraient pas déjà détenues par l'Initiateur à l'exception des actions auto-détenues par la Société (les « **Actions** »), au prix de 38,18 euros par action (le « **Prix de l'Offre** ») dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000072399.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 28 juillet 2020, par voie d'acquisition de bloc hors marché, de 4.037.597 actions représentant 61,34% du capital et 56,13% des droits de vote théoriques¹ de la Société (le « **Bloc 1** »), auprès des actionnaires suivants (l'« **Acquisition du Bloc 1** ») :

- 3.796.771 actions, représentant 57,68% du capital et 52,78% des droits de vote de la Société, auprès de la société Copernic, holding contrôlée indirectement par la famille Galland (« **Copernic** ») au prix de 35,12 euros par action ;
- 11.951 actions, représentant 0,18% du capital et 0,17% des droits de vote de la Société, auprès de Monsieur Philippe Galland, président de la Société jusqu'à l'Acquisition du Bloc 1, au Prix de l'Offre ;
- 152.806 actions, représentant 2,32% du capital et 2,12% des droits de vote de la Société, auprès de Monsieur Philippe Dizier, anciennement directeur général de Le Bélier, au Prix de l'Offre ; et
- 76.069 actions, représentant 1,16% du capital et 1,06% des droits de vote de la Société, auprès de la société Apollo.0, société holding détenue à 100% par Monsieur Philippe Dizier, au Prix de l'Offre.

L'Initiateur a également acquis, le 3 septembre 2020, par voie d'acquisition de bloc hors marché, 40.390 actions auprès de Monsieur Philippe Dizier au Prix de l'Offre (le « **Bloc 2** »), représentant 0,61% du capital et 0,57% des droits de vote théoriques² de la Société et

¹ Sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant 7.193.860 droits de vote théoriques au 31 juillet 2020, calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

² Sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant 7.142.545 droits de vote théoriques au 30 septembre 2020, calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

représentant environ 15% des actions attribuées gratuitement à Monsieur Philippe Dizier qui était tenu, conformément aux articles L.225-197-1 II et suivants du Code de commerce et aux stipulations des plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société et du fait de sa fonction de dirigeant mandataire social de la Société, de conserver 15% des actions qui lui ont été attribuées gratuitement jusqu'à la cessation de ses fonctions de directeur général de la Société (l'« **Acquisition du Bloc 2** » et avec l'Acquisition du Bloc 1, l'« **Acquisition des Blocs** », et avec l'Offre, l'« **Opération** »).

Les conditions et modalités de l'Acquisition des Blocs sont décrites à la section 1.2.1 du présent de la Note en Réponse.

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de l'Acquisition du Bloc 1, franchi les seuils de 30% des titres de capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L.433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient 4.077.987 actions représentant 61,96% du capital et 57,09% des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant 7.142.545 droits de vote théoriques au 30 septembre 2020, calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur la totalité des Actions existantes de la Société non détenues par l'Initiateur, à l'exception des actions auto-détenues par la Société³, soit à la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, un nombre total maximum de 2.468.379 Actions représentant 3.028.804 droits de vote, représentant 37,5% du capital et 42,41% des droits de vote théoriques⁴ de la Société.

A la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autres que les actions existantes de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

L'Offre sera, le cas échéant, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des dispositions des articles L.433-4 du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

La banque Société Générale, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »), a déposé le 7 octobre 2020 auprès de l'AMF un projet d'Offre et un projet de note d'information. L'Établissement Présentateur garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

³ L'Offre ne vise pas les 35.754 actions auto-détenues par la Société, représentant 0,54% du capital de la Société lesquelles ne seront pas apportées par la Société à l'Offre.

⁴ Sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant 7.142.545 droits de vote théoriques au 30 septembre 2020, calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

1.2 Contexte de l'Offre

1.2.1 Acquisition des Blocs

Le 8 décembre 2019, Wencan, d'une part, et Copernic, Monsieur Philippe Galland et Monsieur Philippe Dizier (ensemble, les « **Vendeurs** »), d'autre part, ont conclu une promesse unilatérale d'achat relative à l'Acquisition des Blocs (la « **Promesse d'Achat** ») en vertu de laquelle Wencan s'est engagée envers les Vendeurs, à acquérir hors marché une participation majoritaire dans la Société représentant environ 61,96% du capital de la Société pour un prix par action de la Société de 38,18 euros composée du :

- Bloc 1⁵ à savoir :
 - 3.796.771 actions et autant de droits de vote représentant environ 57,68% du capital et 52,78% des droits de vote de la Société auprès de Copernic ;
 - 11.951 actions et autant de droits de vote représentant environ 0,18% du capital et 0,17% des droits de vote de la Société auprès de Monsieur Philippe Galland ;
 - 152.806 actions et autant de droits de vote représentant environ 2,32% du capital et 2,12% des droits de vote de la Société auprès de Monsieur Philippe Dizier ;
 - 76.069 actions et autant de droits de vote représentant environ 1,16% du capital et 1,06% des droits de vote de la Société auprès d'Apollo.0, société holding détenue à 100% par Monsieur Philippe Dizier ; et
- Bloc 2 à savoir 40.390 actions et autant de droits de vote représentant 0,61% du capital et 0,57% des droits de vote⁶ de la Société auprès de Monsieur Philippe Dizier et représentant environ 15% des actions attribuées gratuitement à Monsieur Philippe Dizier, étant entendu que ces 40.390 actions ne seraient cédées que lorsque Monsieur Philippe Dizier aurait quitté ses fonctions de directeur général de la Société étant donné qu'il était tenu, conformément aux articles L.225-197-1 II et suivants du Code de commerce et aux stipulations des plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société et du fait de sa fonction de dirigeant mandataire social de la Société, de conserver 15% des actions qui lui ont été attribuées gratuitement jusqu'à la cessation de ses fonctions de directeur général de la Société.

La conclusion de la Promesse d'Achat et l'Opération ont été annoncées par voie de communiqués de presse publiés par la Société et Wencan le 9 décembre 2019.

La Société a alors mis en œuvre (i) la procédure d'information-consultation de son comité social et économique qui a émis un avis favorable sur l'Opération le 6 janvier 2020 et (ii) la procédure d'information de ses salariés en vue de leur permettre de proposer une offre de rachat de la Société, possibilité qui n'a pas été exercée par les salariés.

⁵ Sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant 7.193.860 droits de vote théoriques au 31 juillet 2020, calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

⁶ Sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant 7.142.545 droits de vote théoriques au 30 septembre 2020, calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Le 8 janvier 2020, à la suite de l'avis favorable du comité social et économique et de l'exercice par les Vendeurs de la Promesse d'Achat, les Vendeurs, d'une part, et Wencan, d'autre part, ont conclu un contrat d'acquisition portant sur l'Acquisition des Blocs au Prix de l'Offre (le « **Contrat d'Acquisition** »). Le Contrat d'Acquisition stipule des conditions de prix égales à celles de l'Offre, soit un prix de 38,18 euros par action et ne prévoit pas de complément de prix.

Il est précisé que le prix par action de la Société dans le cadre de l'Offre reste inchangé à 38,18 euros par action.

La réalisation de l'Acquisition des Blocs a été notamment soumise aux conditions suspensives suivantes :

- l'obtention de l'autorisation du Ministère de l'Economie et des Finances au titre des autorisations préalables des investissements étrangers en France ;
- l'obtention des autorisations des autorités de concurrence allemande et slovaque ;
- l'obtention des autorisations réglementaires en Chine au titre des investissements directs à l'étranger et du contrôle des changes ; et
- l'approbation de l'Acquisition des Blocs à la majorité des deux-tiers des voix à l'assemblée générale de Wencan, étant précisé que les actionnaires de contrôle de Wencan représentant environ 68,18% du capital de Wencan à la date de signature du Contrat d'Acquisition ont consenti un engagement irrévocable de voter en faveur de l'acquisition.

La conclusion du Contrat d'Acquisition et, par voie de conséquence, l'intention de dépôt par Wencan, sous réserve de la réalisation de l'Acquisition des Blocs, d'une offre publique d'achat obligatoire simplifiée portant sur le solde du capital de la Société au même prix de 38,18 euros par action, ont été annoncés par voie de communiqués de presse publiés par la Société et Wencan le 8 janvier 2020.

L'Initiateur a l'intention, si les conditions sont réunies à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, conformément aux dispositions des articles L.433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les Actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 38,18 euros par Action, égale au Prix de l'Offre.

Le 19 juin 2020, Monsieur Philippe Dizier a apporté à une société holding détenue à 100%, Apollo.0, 76.069 actions Le Bélier. Apollo.0 s'est substitué à Monsieur Philippe Dizier dans l'exécution du Contrat d'Acquisition pour la cession à l'Initiateur de ces 76.069 actions Le Bélier.

Le 1^{er} juillet 2020, Wencan et les Vendeurs ont signé un avenant au Contrat d'Acquisition (l'« **Avenant au Contrat d'Acquisition** ») visant à amender le prix par action perçu par Copernic à 35,12 euros par action, étant précisé que le prix par action de la Société perçu par les managers de la Société au travers de Copernic ainsi que par Monsieur Philippe Galland, Monsieur Philippe Dizier et Apollo.0 pour les actions qu'ils détenaient directement,

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

représentant 4,28% du capital de Le Bélier, est resté inchangé à 38,18 euros. De même, le prix par Action dans le cadre de l'Offre reste inchangé à 38,18 euros.

Par acte en date du 20 juillet 2020 et conformément au Contrat d'Acquisition, l'Initiateur s'est substitué à Wencan dans l'exécution du Contrat d'Acquisition.

Le 20 juillet 2020, l'Initiateur et les Vendeurs ont constaté la réalisation des conditions suspensives visées dans le Contrat d'Acquisition.

En conséquence, l'Acquisition du Bloc 1 a été réalisée le 28 juillet 2020 et annoncée par voie de communiqués de presse publiés par la Société et Wencan le 28 juillet 2020.

L'Acquisition du Bloc 2 a été réalisée le 3 septembre 2020.

1.2.2 Répartition du capital social et des droits de vote de la Société au 31 décembre 2019, préalablement à l'Acquisition des Blocs

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société au 31 décembre 2019 préalablement à l'Acquisition des Blocs (sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant un nombre total de 11.236.917 droits de vote théoriques⁷ au 31 décembre 2019) :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Copernic	3.796.771	57,68%	7.593.542	67,58%
Philippe Galland	11.951	0,18%	22.702	0,20%
Philippe Dizier	271.365 ⁸	4,12%	540.630	4,81%
Sous-total Vendeurs	4.080.087	61,99%	8.156.874	72,59%
Concert Famille Galland	810	0,01%	1.615	0,01%
Actions auto-détenues	35.754	0,54%	35.754	0,32%
Salariés	263.794	4,01%	520.253	4,63%
Public	2.201.675	33,45%	2.522.421	22,45%
Total	6.582.120	100,00%	11.236.917	100,00%

⁷ Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

⁸ Ce chiffre comprend : (i) les 228.875 actions cédées par Philippe Dizier et comprises dans le Bloc 1, (ii) les 40.390 actions cédées par Philippe Dizier et constituant le Bloc 2 et (iii) 2.100 Actions détenues par Philippe Dizier à travers un plan d'épargne en actions qui seront apportées à l'Offre.

1.2.3 Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition du Bloc 1

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition du Bloc 1 intervenue le 28 juillet 2020 (sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant un nombre total de 7.193.860 droits de vote théoriques⁹ au 31 juillet 2020) :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Initiateur	4.037.597	61,34%	4.037.597	56,13%
Actions auto-détenues ¹⁰	35.754	0,54%	35.754	0,50%
Sous-total Initiateur	4.073.351	61,88%	4.073.351	56,63%
Concert Famille Galland	810	0,01%	1.615	0,02%
Philippe Dizier	42.490	0,65%	84.980	1,18%
Salariés	254.757	3,87%	508.579	7,07%
Public	2.210.712	33,59%	2.525.335	35,10%
Total	6.582.120	100,00%	7.193.860	100,00%

1.2.4 Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition du Bloc 2

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition du Bloc 2 intervenue le 3 septembre 2020 (sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant un nombre total de 7.142.545 droits de vote théoriques¹¹ au 30 septembre 2020) :

⁹ Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

¹⁰ Les 35.754 actions auto-détenues sont réputées détenues par l'Initiateur par assimilation au titre des dispositions de l'article L.233-9 I 2° du Code de commerce.

¹¹ Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Initiateur	4.077.987	61,96%	4.077.987	57,09%
Actions auto-détenues ¹²	35.754	0,54%	35.754	0,50%
Sous-total Initiateur	4.113.741	62,50%	4.113.741	57,59%
Concert Famille Galland	810	0,01%	1.615	0,02%
Philippe Dizier	2.100	0,03%	4.200	0,06%
Salariés	188.582	2,87%	377.164	5,28%
Public	2.276.887	34,59%	2.645.825	37,05%
Total	6.582.120	100,00%	7.142.545	100,00%

1.2.5 Gouvernance de la Société

En matière de Code de gouvernement d'entreprise, la Société se réfère au Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF révisé en juin 2018 et actualisé en janvier 2020, à l'exception des quatre recommandations listées dans la partie 8 de la section 4.1.1 « *Gouvernance – Rapport du Conseil d'administration sur le gouvernement d'entreprise* » du document d'enregistrement universel 2019 de la Société.

En particulier, la Société souscrit aux critères d'indépendance des administrateurs exprimés par le Code AFEP-MEDEF, et qui sont les suivants (section 9 du Code) :

- ne pas être ou avoir été, au cours des 5 dernières années :
 - salarié ou dirigeant mandataire social exécutif de la Société,
 - salarié, dirigeant mandataire social exécutif ou administrateur d'une société que la Société consolide,
 - salarié, dirigeant mandataire social exécutif ou administrateur de la société mère de la Société ou d'une société consolidée par cette société mère ;
- ne pas être dirigeant mandataire social exécutif d'une société dans laquelle la Société détient directement ou indirectement un mandat d'administrateur ou dans laquelle un salarié désigné en tant que tel ou un dirigeant mandataire social exécutif de la Société (actuel ou l'ayant été depuis moins de cinq ans) détient un mandat d'administrateur ;

¹² Les 35.754 actions auto-détenues sont réputées détenues par l'Initiateur par assimilation au titre des dispositions de l'article L.233-9 I 2° du Code de commerce.

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

- ne pas être client, fournisseur, banquier d'affaires, banquier de financement, conseil significatif de la Société ou de son Groupe ou pour lequel la Société ou son Groupe représente une part significative de l'activité ;
- ne pas avoir un lien familial proche avec un mandataire social ;
- ne pas avoir été Commissaire aux comptes de la Société au cours des 5 dernières années ;
- ne pas être administrateur de la Société depuis plus de 12 ans ;
- ne pas percevoir en tant que mandataire social non exécutif une rémunération variable en numéraire ou en titres ou toute rémunération liée à la performance de la Société ou du Groupe ;
- ne pas représenter un actionnaire important de la Société ou de sa société mère participant au contrôle de la Société.

A la date de la Note en Réponse, la direction de la Société est assurée par Monsieur David Guffroy, directeur général, et le Conseil d'administration de la Société est composé de :

- Monsieur Jiexiong Tang, président du Conseil d'administration ;
- Monsieur Philippe Dizier, administrateur ;
- Monsieur Jing Zhang, administrateur ;
- Madame Manli Yi, administrateur ;
- Monsieur Christian Losik, administrateur indépendant ; et
- Madame Dominique Druon, administrateur indépendant.

Monsieur Christian Losik et Madame Dominique Druon répondent parfaitement aux critères d'indépendance ci-dessus précisés, ce que le Conseil d'administration a confirmé dans sa séance du 16 mars 2020 au cours de laquelle il a procédé à l'appréciation annuelle de l'indépendance des administrateurs de la Société.

Au jour de la réalisation de l'Acquisition du Bloc 1, soit le 28 juillet 2020, et afin de tenir compte de la nouvelle structure actionnariale de la Société et conformément aux dispositions du Contrat d'Acquisition tel que modifié par l'Avenant au Contrat d'Acquisition, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni pour :

- prendre acte de la démission, avec effet immédiat, de :
 - Monsieur Philippe Galland de ses fonctions d'administrateur et président du Conseil d'administration de Le Bélier ;
 - Copernic et Le Bélier Participations de leurs fonctions d'administrateurs de Le Bélier ;

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

- prendre acte de la démission, avec effet à la date de la publication des résultats définitifs de l'Offre, de Madame Dominique Druon et Monsieur Christian Losik de leurs fonctions d'administrateurs indépendants de Le Bélier ;
- coopter, sous réserve de leur ratification par la prochaine assemblée générale de Le Bélier, Monsieur Jiexiong Tang, Monsieur Jing Zhang et Madame Manli Yi en qualité d'administrateurs de Le Bélier dès la cessation par respectivement Monsieur Philippe Galland, Copernic et Le Bélier Participations de leurs fonctions d'administrateurs de Le Bélier ;
- nommer Monsieur Jiexiong Tang en qualité de président du Conseil d'administration de Le Bélier ;
- prendre acte de la démission de Monsieur Philippe Dizier de ses fonctions de directeur général de Le Bélier avec effet le trentième jour calendaire à compter du 28 juillet 2020, étant précisé que, conformément au Contrat d'Acquisition, l'Initiateur et Monsieur Philippe Dizier envisagent cependant que ce dernier intervienne, en qualité de conseiller de la Société après sa démission ; et
- nommer Monsieur David Guffroy, en qualité de directeur général de Le Bélier dès la cessation par Monsieur Philippe Dizier de ses fonctions de directeur général de Le Bélier.

Le contrat de travail de Monsieur Philippe Dizier du 2 mai 2005, suspendu à compter du 14 février 2006 afin de lui permettre d'accéder à un mandat social de directeur général de la Société, a été *de facto* réactivé le jour de la cessation de ses fonctions de directeur général de la Société le 28 août 2020.

Le contrat de travail de Monsieur Philippe Dizier a été amendé le 28 août 2020 pour prévoir que Monsieur Philippe Dizier aura le titre de « *Senior Advisor* » avec pour fonction de conseiller la présidence et la direction générale dans tous les domaines de la gestion du groupe Le Bélier et, en particulier, ceux de nature stratégique.

Dans ce cadre, Monsieur Philippe Dizier s'est engagé à une obligation de non-concurrence aux termes de laquelle Monsieur Philippe Dizier s'interdit, contre indemnité, de s'intéresser directement ou indirectement aux entreprises ayant une activité similaire ou susceptible de concurrencer la Société et ce pour une durée d'un an, éventuellement renouvelable un an, et qui s'applique sur les territoires où le groupe Le Bélier est implanté.

1.2.6 Déclarations de franchissement de seuils et d'intentions

En application des dispositions des articles L.233-7 et suivants du Code de commerce et des articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déclaré, par courrier en date du 31 juillet 2020, complété notamment par un courrier en date du 3 août 2020, à la suite de l'Acquisition du Bloc 1 dont la réalisation est intervenue le 28 juillet 2020 :

- à la Société, avoir franchi à la hausse le seuil statutaire de 2,5% du capital et des droits de vote de la Société et les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital et des droits de vote de la Société ; et

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

- à l'AMF, avoir franchi à la hausse les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital et des droits de vote de la Société et, a ainsi déclaré, conformément aux articles L.433-3 du Code monétaire et financier et 234-2 du règlement général de l'AMF, qu'il mettra en œuvre une offre publique d'achat simplifiée visant les Actions de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article L.233-7 VII du Code de commerce, aux termes du même courrier, l'Initiateur a déclaré ses intentions sur les six (6) prochains mois et notamment son intention d'acquérir le Bloc 2 auprès de Monsieur Philippe Dizier.

Les intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois figurent au paragraphe 1.2 de la Note d'Information.

Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 3 août 2020 (avis n°220C2836).

L'Offre fait ainsi suite, conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, au franchissement à la hausse par l'Initiateur du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société résultant de la réalisation, le 28 juillet 2020, de l'Acquisition du Bloc 1 auprès des Vendeurs.

1.2.7 Acquisition d'actions pendant les 12 mois précédant l'Acquisition du Bloc 1

Avant l'Acquisition du Bloc 1, l'Initiateur ne détenait aucune action de la Société et n'a acquis aucune action de la Société au cours des douze mois précédant l'Acquisition du Bloc 1.

Le 28 juillet 2020, l'Initiateur a réalisé l'Acquisition du Bloc 1, à savoir 4.037.597 actions de la Société.

Le 3 septembre 2020, l'Initiateur a réalisé l'Acquisition du Bloc 2, à savoir 40.390 actions de la Société.

1.2.8 Expert indépendant

En application de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société réuni en formation non conflictée le 15 avril 2020, a désigné à l'unanimité le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), conformément à l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF, sous réserve de la non-opposition de l'AMF. L'AMF ne s'étant pas opposée à cette désignation, celle-ci a pris effet le 28 avril 2020.

Le 5 octobre 2020, au vu du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration de la Société a considéré que l'Offre était dans l'intérêt de la Société et a émis un avis motivé en ce sens, recommandant aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre.

Le rapport de l'Expert Indépendant ainsi que l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société sont présentés en intégralité dans la Note en Réponse.

1.2.9 Data Room

Dans le cadre de l'Acquisition des Blocs, la Société a mis à disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « data room » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de data room figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08. Celle-ci ne contenait aucune information concernant la Société susceptible de remplir les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché qui n'aurait pas été rendue publique par la Société avant l'Acquisition des Blocs.

1.3 **Motifs de l'Offre**

L'Offre fait suite au franchissement à la hausse par l'Initiateur du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société résultant de l'Acquisition du Bloc 1. En effet, dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de l'Acquisition du Bloc 1, acquis directement 4.037.597 actions¹³ représentant 61,34% du capital et 56,13% des droits de vote théoriques¹⁴ de la Société, il est tenu au dépôt de la présente Offre qui revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L.433-3 I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Opération s'inscrit dans la volonté de l'Initiateur et de la Société d'avoir une offre plus étendue dans le domaine du moulage de pièces automobiles, l'activité de Wencan de moulage à haute pression et de moulage par gravité de Le Bélier étant complémentaires. Cette offre plus complète dans la production de pièces automobiles permettra au nouvel ensemble de renforcer son développement et d'étendre son influence sur ses marchés, en particulier en Europe et en Amérique du Nord, et d'accroître son activité sur le marché chinois où Wencan est historiquement très bien implanté.

L'Initiateur rappelle que l'Offre présente un caractère amical.

La mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire, si les conditions se trouvaient remplies, permettrait d'une part, à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la cote, et dès lors de réduire les coûts qui y sont associés, et d'autre part, permettrait à Wencan et Le Bélier d'approfondir leur intégration commerciale et financière et d'optimiser leur synergie.

1.4 **Principales caractéristiques de l'offre**

1.4.1 Termes de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF, le 7 octobre 2020.

¹³ Sans tenir compte des 35.754 actions auto-détenues par la Société, lesquelles sont réputées détenues par l'Initiateur.

¹⁴ Sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant 7.193.860 droits de vote théoriques au 31 juillet 2020, calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les Actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 38,18 euros par Action, payable en numéraire, pendant la durée de l'Offre.

L'Établissement Présentateur garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

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

1.4.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 4.077.987 actions représentant 61,96% du capital et 57,09% des droits de vote¹⁵ de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions existantes de la Société non détenues par l'Initiateur, à l'exception des actions auto-détenues par la Société¹⁶, soit à la connaissance de la Société, à la date de dépôt de la présente Note en Réponse, un nombre total maximum de 2.468.379 Actions représentant 3.028.804 droits de vote, représentant 37,5% du capital et 42,41% des droits de vote théoriques¹⁵ de la Société.

A la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autres que les actions existantes de la Société.

1.4.3 Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 7 octobre 2020. Concomitamment, la Société a déposé le projet de note en réponse auprès de l'AMF, incluant notamment le rapport de l'Expert Indépendant en application de l'article 261-1, I du règlement général de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org) le 7 octobre 2020.

L'AMF a publié sur son site internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emporte visa de la Note en Réponse par l'AMF.

¹⁵ Sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant 7.142.545 droits de vote théoriques au 30 septembre 2020, calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

¹⁶ L'offre ne vise pas les 35.754 actions auto-détenues par la Société, représentant 0,54% du capital de la Société lesquelles ne seront pas apportées par la Société à l'Offre.

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, la Note en Réponse ayant reçu le visa de l'AMF, ainsi que le document « *autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables* » de Le Bélier sont tenus gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.lebelier.com).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié par la Société et sera mis en ligne sur le site internet de la Société (www.lebelier.com).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

1.4.4 Conditions - Autorisations réglementaires

L'Offre n'est soumise à aucune condition prévoyant la présentation d'un nombre minimum d'Actions pour qu'elle ait une suite positive.

L'Offre n'est pas non plus soumise à une quelconque condition d'obtention d'autorisation au titre du contrôle des concentrations ou en matière réglementaire.

1.4.5 Retrait obligatoire à l'issue de l'Offre

En application des articles L.433-4 du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les Actions détenues par les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions auto-détenues par la Société) ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, à l'issue de l'Offre ou dans un délai de trois (3) mois à compter de sa clôture, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre (autres que celles détenues par l'Initiateur et les actions auto-détenues par la Société) en contrepartie d'une indemnité égale au Prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité d'accroître sa participation dans Le Bélier. Il pourrait ainsi déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée ou d'offre publique de retrait, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire. Dans ce cas, le retrait obligatoire sera conditionné à la déclaration de conformité de l'AMF au regard, notamment, du rapport d'évaluation qui devra être produit par l'Initiateur et du rapport de l'Expert Indépendant désigné conformément à la réglementation applicable.

1.4.6 Perspectives de fusion – Autres réorganisations

A la date de la Note en Réponse, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre la Société et l'Initiateur.

Il est toutefois précisé que l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités du groupe Wencan, ou d'éventuels transferts d'actifs. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société. Aucune décision n'a été prise à ce jour.

1.5 Procédure d'apport à l'Offre

Les Actions présentées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les Actions apportées à l'Offre qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (par exemple, un établissement de crédit, une entreprise d'investissement) qui souhaiteraient apporter des Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre au plus tard le jour de clôture de l'Offre (inclus) - sous réserve des délais de traitement par l'intermédiaire financier concerné - en utilisant le modèle mis à leur disposition par leur intermédiaire financier.

Les Actions détenues sous forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, les actionnaires dont les Actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter des Actions à l'Offre devront demander la conversion de celles-ci afin de les détenir au porteur dans les meilleurs délais. Les intermédiaires financiers teneurs de comptes devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur des Actions apportées à l'Offre.

L'Offre sera réalisée par achats sur le marché Euronext Paris conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Société Générale (adhérent 4403), prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et la taxe sur la valeur ajoutée y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les ordres d'apport des Actions à l'Offre seront irrévocables.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs Actions à l'Offre.

1.6 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Un calendrier indicatif de l'Offre est présenté ci-après :

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Dates	Principales étapes de l'Offre
7 octobre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre et du projet de note d'information - Mise en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et du groupe Wencan (www.wencan.com/en/) et mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur du projet de note d'information - Diffusion par l'Initiateur du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note d'information de l'Initiateur
7 octobre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse - Mise en ligne sur les sites internet de la Société (www.lebelier.com) et de l'AMF et mise à disposition du public au siège de la Société du projet de note en réponse - Diffusion par la Société du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse
27 octobre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Publication de la décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et visa de la note en réponse de la Société - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et du groupe Wencan de la Note d'Information visée - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur le site internet de la Société et de l'AMF de la Note en Réponse visée
28 octobre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur le site internet de l'AMF du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables</i> » de l'Initiateur - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur le site internet de l'AMF du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables</i> » de la Société
28 octobre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Diffusion par l'Initiateur et la Société des communiqués précisant les modalités de mise à disposition de la Note d'Information visée, de la Note en Réponse visée et du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables</i> » de l'Initiateur et de la Société
28 octobre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre - Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
29 octobre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Ouverture de l'Offre
30 octobre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Publication du chiffres d'affaires T3 2020 de Le Bélier
11 novembre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Clôture de l'Offre
12 novembre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
20 novembre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Mise en œuvre du retrait obligatoire, le cas échéant

1.7 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

La Note en Réponse n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

La Note en Réponse et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de la présente Note en Réponse et de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains États. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

La Note en Réponse ne constitue pas une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes se trouvant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la présente Note en Réponse, et aucun autre document relatif à la Note en Réponse ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie de la présente Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier.

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

La Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'a pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 5 octobre 2020, sur convocation de son Président, Monsieur Jiexiong Tang, à l'effet de rendre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant.

Préalablement à la réunion du Conseil d'administration de la Société, les membres du Conseil d'administration ont reçu les documents suivants :

- le communiqué de presse publié le 28 juillet 2020 par l'Initiateur annonçant l'Acquisition du Bloc 1 et les principales caractéristiques de l'Offre à venir ;
- le projet de note d'information de l'Initiateur contenant les motifs et les caractéristiques de l'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre tels qu'établis par l'Établissement Présentateur ;
- le rapport du cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF ; le rapport de l'Expert Indépendant en date du 2 octobre 2020 étant intégralement reproduit en annexe du projet de note en réponse ;
- le projet de document « Autres Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de la Société ; et
- les projets de communiqués de presse normés relatifs au dépôt du projet de note en réponse et au dépôt de la note en réponse et du document « Autres Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de la Société.

L'ensemble des membres du Conseil d'administration de la Société étaient présents lors de cette séance, à savoir Monsieur Jiexiong Tang, président, Monsieur Philippe Dizier, Madame Manli Yi, Monsieur Jing Zhang, Madame Dominique Druon, administrateur indépendant, et Monsieur Christian Losik, administrateur indépendant.

L'avis motivé suivant a été rendu à l'unanimité des membres du Conseil d'administration de la Société, étant précisé que les administrateurs cooptés sur proposition de l'Initiateur ou qui lui sont liés, et les administrateurs qui ont fait état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement aux décisions que pourrait être amené à prendre le Conseil d'administration dans le cadre de l'Offre, ont voté conformément au sens du vote exprimé par les administrateurs indépendants :

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

« Le Président de Séance rappelle que conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société doit rendre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant.

*Le Président de Séance rappelle que l'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur par voie d'acquisitions de blocs hors marché (l' « **Acquisition des Blocs** ») :*

- le 28 juillet 2020 auprès de (i) Copernic, holding de contrôle de la famille Galland, de 3.796.771 actions de la Société et autant de droits de vote représentant environ 57,68% du capital et 52,78% des droits de vote de la Société au prix de 35,12 euros par action, (ii) Monsieur Philippe Galland de 11.951 actions et autant de droits de vote représentant environ 0,18% du capital et 0,17% des droits de vote de la Société au prix de 38,18 euros par action, (iii) Monsieur Philippe Dizier de 152.806 actions et autant de droits de vote représentant environ 2,32% du capital et 2,12% des droits de vote de la Société au prix de 38,18 euros par action de la Société, et (iv) la société Apollo.0, holding contrôlée par Monsieur Philippe Dizier, de 76.069 actions et autant de droits de vote représentant environ 1,16% du capital et 1,06% des droits de vote de la Société au prix de 38,18 euros par action de la Société (le « **Bloc 1** ») ; et*
- le 3 septembre 2020 auprès de Monsieur Philippe Dizier de 40.390 actions et autant de droits de vote représentant environ 0,61% du capital et 0,57% des droits de vote de la Société au prix de 38,18 euros par action de la Société et environ 15% des actions attribuées gratuitement à Monsieur Philippe Dizier et cédées à la suite de la démission de ses fonctions de directeur général de la Société (le « **Bloc 2** »).*

Conformément aux règles AFEP-MEDEF auxquelles la Société se réfère, les administrateurs en situation de conflit d'intérêts s'abstiennent en principe de participer aux débats et aux votes des délibérations concernant l'Offre.

Le Président de Séance indique toutefois que Monsieur Jiexiong Tang, Madame Manli Yi et Monsieur Jing Zhang, administrateurs cooptés sur proposition de Wencan, et Monsieur Philippe Dizier ont participé aux débats sur l'Offre uniquement afin d'assurer une parfaite information de Madame Dominique Druon et Monsieur Christian Losik, administrateurs indépendants, et Monsieur Jiexiong Tang, Madame Manli Yi, Monsieur Jing Zhang et Monsieur Philippe Dizier se sont engagés à voter conformément au sens du vote exprimé par les administrateurs indépendants pour toute décision concernant l'Offre.

Cette participation des administrateurs en situation de conflit d'intérêts a également permis le respect des règles de quorum et de majorité prévues par le Code de commerce et les statuts de la Société.

Dans le cadre de l'Offre, le Président de Séance rappelle tout d'abord que :

- le 8 décembre 2019, Copernic, Monsieur Philippe Galland et Monsieur Philippe Dizier (les « **Vendeurs** »), d'une part, et Wencan, d'autre part, ont conclu une promesse d'achat en vue de l'acquisition par Wencan d'une participation majoritaire dans la Société représentant environ 61,96% du capital de la Société pour un prix par action de la Société de 38,18 euros.*

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

La conclusion de la promesse d'achat a été annoncée par voie de communiqués de presse publiés par la Société et Wencan le 9 décembre 2019 ;

- la Société a alors mis en œuvre (i) la procédure d'information-consultation de son comité social et économique qui a émis un avis favorable sur l'acquisition le 6 janvier 2020 et (ii) la procédure d'information de ses salariés en vue de leur permettre de proposer une offre de rachat de la Société, possibilité qui n'a pas été exercée par les salariés ;*
- le 8 janvier 2020, à la suite de l'avis favorable du comité social et économique et de l'exercice par les Vendeurs de la promesse d'achat, les Vendeurs, d'une part, et Wencan, d'autre part, ont conclu un contrat d'acquisition portant sur l'acquisition par Wencan d'une participation majoritaire dans la Société pour un prix par action de la Société de 38,18 euros (le « **Contrat d'Acquisition** »).*

Le Contrat d'Acquisition stipule des conditions de prix égales à celles de l'Offre, soit un prix de 38,18 euros par action et ne prévoit pas de complément de prix.

Le Contrat d'Acquisition prévoit certaines conditions suspensives usuelles :

- l'obtention des autorisations réglementaires en France au titre du contrôle des investissements étrangers, et en Chine au titre des investissements directs à l'étranger et du contrôle des changes ;*
- l'approbation des autorités de concurrence allemande et slovaque ; et*
- l'approbation de l'Acquisition des Blocs à la majorité des deux-tiers des droits de vote par les associés de Wencan, étant précisé que les actionnaires de contrôle de Wencan représentant environ 68,18% du capital de Wencan ont consenti un engagement irrévocable de voter en faveur de l'acquisition.*

La conclusion du Contrat d'Acquisition, et par voie de conséquence, l'intention de dépôt par Wencan, sous réserve de la réalisation de l'acquisition d'une participation majoritaire dans la Société, d'une offre publique d'achat obligatoire simplifiée portant sur le solde du capital de la Société au même prix de 38,18 euros par action, ont été annoncés par voie de communiqués de presse publiés par la Société et Wencan le 8 janvier 2020 ;

- le 15 avril 2020, le Conseil d'administration de la Société a désigné, en formation non conflictée, sous réserve de la non-opposition de l'AMF, en application de l'article 261-I I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'Expert Indépendant, compte tenu des compétences, de l'expérience, de la réputation professionnelle, de la disponibilité et de l'absence de conflit d'intérêts de ce cabinet, à l'issue d'un appel d'offres dans le cadre duquel ont été reçues et examinées les propositions de mission de quatre cabinets d'expertise indépendante.*

Le cabinet Accuracy a confirmé le 15 avril 2020 dans sa lettre de mission qu'il était indépendant au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, qu'il disposait bien des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

L'AMF ne s'étant pas opposée à cette désignation, la désignation du cabinet Accuracy a pris effet le 28 avril 2020 et a été annoncée par voie de communiqué de presse publié par la Société le 29 avril 2020 ;

- le 19 juin 2020, Monsieur Philippe Dizier a apporté à une société holding détenue à 100%, Apollo.0, 76.069 actions Le Bélier.*

Apollo.0 s'est substitué à Monsieur Philippe Dizier dans l'exécution du Contrat d'Acquisition pour la cession à l'Initiateur de ces 76.069 actions Le Bélier ;

- le 1^{er} juillet 2020, les Vendeurs et Wencan ont conclu un avenant au Contrat d'Acquisition visant à amender le prix par action de la Société perçu par Copernic à 35,12 euros par action, étant précisé que le prix par action de la Société perçu par les managers de la Société au travers de Copernic ainsi que par Monsieur Philippe Galland et Monsieur Philippe Dizier pour les actions de la Société qu'ils détenaient directement et indirectement est resté inchangé à 38,18 euros par action.*

De même, le prix par action de la Société dans le cadre de l'Offre reste inchangé à 38,18 euros;

- le 20 juillet 2020, l'Initiateur s'est substitué à Wencan dans l'exécution du Contrat d'Acquisition ;*
- le 20 juillet 2020, les Vendeurs et l'Initiateur ont constaté la réalisation des conditions suspensives visées dans le Contrat d'Acquisition ;*
- le 28 juillet 2020, l'acquisition du Bloc 1 a été réalisée et annoncée par voie de communiqués de presse publiés par la Société et Wencan le 28 juillet 2020 ; et*
- le 3 septembre 2020, l'acquisition du Bloc 2 a été réalisée.*

Le Président de Séance rappelle ensuite qu'en application de l'article 261-1 I 1^o, 2^o et 4^o et II du règlement général de l'AMF, l'Expert Indépendant est chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, de présenter ses conclusions sous la forme d'une attestation d'équité et de se prononcer sur l'appréciation du prix dans le cadre de l'intention de l'Initiateur de procéder à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Concernant le suivi des travaux de l'Expert Indépendant dans le cadre prévu par la réglementation applicable, le Président de Séance indique que :

- les administrateurs indépendants ont organisé plusieurs points hebdomadaires du 7 mai au 31 juillet 2020, en présence notamment du directeur administratif et financier de la Société, avec l'Expert Indépendant afin de (i) s'assurer que l'Expert Indépendant avait accès à toutes les informations et aux personnes utiles à la réalisation de sa mission, (ii) veiller à ce que l'Expert Indépendant réponde aux éventuelles observations écrites d'actionnaires qui seraient reçues par la Société, et (iii) apprécier les rendus et conclusions de l'Expert Indépendant en vue de la préparation de l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société ;*

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

- *l'Expert Indépendant a eu notamment accès aux éléments financiers suivants : (i) plan d'affaires communiqué par le management de la Société sur la période 2020 à 2021 (daté de septembre 2019), (ii) plan d'affaires mis à jour sur le segment aéronautique sur la période 2020 à 2024 (daté d'avril 2020), et (iii) indications du management de la Société concernant l'impact de la crise liée à l'épidémie de Covid-19 ;*
- *l'Expert Indépendant a effectué la liste des travaux complémentaires suivants, qui comprennent la mise à jour :*
 - *des analyses et du rapport d'expertise afin de tenir compte de la signature d'un avenant au contrat d'acquisition entre les principaux actionnaires de la Société et Wencan ;*
 - *des travaux d'expertise afin d'intégrer les résultats semestriels publiés le 23 septembre 2020 (préliminaires puis définitifs) :*
 - *mise à jour de l'évaluation de la Société par la méthode des Discounted Cash Flow (DCF) au 30 juin 2020 (vs. 31 décembre 2019 initialement) ;*
 - *nouveaux échanges avec le management (avant et après publication des résultats semestriels, afin de comprendre les impacts sur le business plan et obtenir les derniers chiffres à jour) ;*
 - *revue du nouveau rapport d'évaluation de l'établissement présentateur de l'Offre ; et*
 - *de l'analyse du cours de bourse et des multiples boursiers à une date proche de celle de la remise du rapport d'expertise ;*
- *le Conseil d'administration de la Société observe que les éléments financiers auxquels l'Expert Indépendant a eu accès représentent la meilleure estimation possible des prévisions de la Société ; et*
- *à l'issue de leurs travaux, les administrateurs indépendants ont fait le constat de l'absence de réception de questions d'actionnaires et n'ont pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant, le détail des interactions entre les administrateurs indépendants et l'Expert Indépendant figurant de manière exhaustive à la section 1.5.2 « Calendrier de l'étude » du rapport de l'Expert Indépendant.*

Le Président de Séance rappelle également les éléments suivants concernant l'Offre :

- *dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence, de l'acquisition du Bloc 1, franchi les seuils de 30% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L.433-3 I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF ;*

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

- à la date du dépôt du projet de note en réponse, l'Initiateur détient 4.077.987 actions de la Société, représentant environ 61,96% du capital et 57,09% des droits de vote de la Société ;
- l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société existantes non détenues par l'Initiateur, à l'exception des actions auto-détenues par la Société, soit à la date du dépôt du projet de note en réponse, un nombre maximum de 2.468.379 actions de la Société représentant 3.028.804 droits de vote, représentant 37,5% du capital et 42,41% des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant 7.142.545 droits de vote théoriques au 30 septembre 2020, calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF ;
- l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 du règlement général de l'AMF ; et
- l'Offre sera, le cas échéant, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des dispositions des articles L.433-4 du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Le Président de Séance rappelle enfin que dans le cadre de l'Acquisition des Blocs, la Société a mis à disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « data room » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de data room figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08. Celle-ci ne contenait aucune information concernant la Société susceptible de remplir les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché qui n'aurait pas été rendue publique par la Société avant l'Acquisition des Blocs.

Après avoir pris connaissance des documents relatifs à l'Offre qui lui ont été communiqués dont (i) les termes de l'Offre, (ii) les éléments de valorisation préparés par la Société Générale, établissement présentateur de l'Offre, (iii) les accords en relation avec l'Offre, et (iv) le rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration de la Société constate ensuite que :

- le prix de l'Offre de 38,18 euros par action de la Société extériorise une prime de 29,0% par rapport au dernier cours de clôture avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives (6 décembre 2019), de 40,4% par rapport au cours de clôture sur la moyenne pondérée par les volumes des trois derniers mois précédant cette annonce, et de 40,5% par rapport au cours de clôture sur la moyenne pondérée par les volumes des six derniers mois précédant cette annonce ; et
- le prix de l'Offre se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans les éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par la Société Générale, établissement présentateur de l'Offre, et figurent à la Section 3 du projet de note d'information de l'Initiateur.

Le Conseil d'administration de la Société note par ailleurs les intentions suivantes de l'Initiateur, telles que décrites dans le projet de note d'information :

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

- *en matière de politique industrielle et financière, la stratégie de l'Initiateur repose sur la continuité et le développement des activités actuelles de la Société et la réalisation de l'Offre ne devrait pas avoir de conséquence particulière sur la politique industrielle et financière ainsi que sur les principales orientations stratégiques de la Société ;*
- *en matière d'emploi, l'acquisition de la Société s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et la réalisation de l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence négative sur la préservation des effectifs de la Société ou sa politique salariale ou de ressources humaines.*

Par ailleurs, l'Initiateur n'a pas l'intention de déplacer le siège social de la Société ;

- *en matière de gouvernance, la composition du Conseil d'administration a été modifiée le 28 juillet 2020 pour prendre en compte la nouvelle structure actionnariale de la Société ;*
- *en matière de politique de distribution des dividendes, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la distribution de dividendes ;*
- *sur le retrait obligatoire, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, à l'issue de l'Offre ou dans un délai de trois (3) mois à compter de sa clôture, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre (autres que celles détenues par l'Initiateur et les actions auto-détenues par la Société) en contrepartie d'une indemnité égale au prix de l'Offre.*

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité d'accroître sa participation dans la Société et pourrait ainsi déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée ou d'offre publique de retrait, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire.

- *sur les perspectives de fusion, l'Initiateur n'a pas l'intention, à ce stade, de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société ;*
- *en matière de synergies, l'Initiateur n'a pas l'intention de modifier la stratégie et le modèle opérationnel de la Société à l'issue de l'Offre et n'anticipe aucune synergie de coûts ou de gains économiques à l'issue de l'Offre ; et*
- *sur les avantages de l'Offre pour la Société et ses actionnaires, l'Offre en s'appuyant sur les cadres et salariés de la Société, permettra à la Société de poursuivre sa politique industrielle, commerciale et financière et lui offrira de nouvelles perspectives grâce aux moyens de l'Initiateur. Par ailleurs, le retrait de la cote, s'il était mis en œuvre, permettrait à la Société de réduire ses coûts liés aux différentes formalités obligatoires applicables à une société cotée sur Euronext Paris et de simplifier son fonctionnement.*

L'Initiateur permettra également aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions de la Société à l'Offre de bénéficier d'une opportunité de liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à un prix par action de la Société, plus favorable que celui de 35,12 euros par action de la Société lors de la cession par Copernic de sa participation majoritaire dans la Société, et égal à celui de 38,18 euros par action de

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

la Société lors de la cession par Monsieur Philippe Galland et Monsieur Philippe Dizier de leur participation dans la Société.

Le Conseil d'administration a enfin pris note des conclusions de l'Expert Indépendant :

- dans le cadre de l'Offre, l'Expert Indépendant estime que le prix de 38,18 euros par action offert aux actionnaires minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est supérieur (pour Copernic) ou égal (pour Monsieur Philippe Galland et Monsieur Philippe Dizier) au prix payé par l'Initiateur pour acquérir une participation majoritaire dans la Société ;*
- à la suite des diligences réalisées par l'Expert Indépendant, ce dernier n'a identifié aucun élément qui conduise à penser que les accords conclus avec les dirigeants et les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Acquisition des Blocs ont biaisé les conditions financières de l'Offre ;*
- dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, l'Expert Indépendant estime que le prix d'indemnisation de 38,18 euros qui serait versé aux actionnaires minoritaires résiduels de la Société est également équitable d'un point de vue financier.*

En effet, ce prix extériorise une prime par rapport aux estimations de la valeur intrinsèque de la Société comprise entre 17 % et 38 %, niveaux de prime qui semblent pour l'Expert Indépendant raisonnable au regard de ceux habituellement pratiqués dans ce type d'offres et des synergies attendues. L'Expert Indépendant considère que la borne basse de cette fourchette est par ailleurs probablement sous-estimée, le scénario haut retenu apparaissant comme un scénario relativement optimiste qui intègre a priori une partie des synergies attendues du rapprochement avec l'Initiateur ; et

- au total, l'Expert Indépendant confirme le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société.*

Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration de la Société :

- décide à l'unanimité d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre en ce que l'Offre est conforme aux intérêts :*
 - de la Société qui pourra poursuivre sa politique industrielle commerciale et financière avec l'appui d'un nouvel actionnaire industriel et familial de contrôle qui lui offrira de nouvelles perspectives et relais de développement en France et à l'international ;*
 - des actionnaires de la Société qui pourront bénéficier d'une opportunité de liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à un prix par action de la Société, plus favorable que celui de 35,12 euros par action de la Société lors de la cession par Copernic de sa participation majoritaire dans la Société, et égal à celui de 38,18 euros par action de la Société lors de la cession par Monsieur Philippe Galland et Monsieur Philippe Dizier de leur participation dans la Société ; et*

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

- *des salariés de la Société compte tenu du fait que l'Offre n'a pas d'incidence négative sur la préservation des effectifs et qu'elle maintient la politique salariale et de ressources humaines de la Société ;*
- *décide à l'unanimité, en conséquence, de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions de la Société à l'Offre, étant rappelé que les actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et ne seront pas apportées à l'Offre ;*
- *approuve à l'unanimité le projet de note en réponse de la Société, le projet de document « Autres Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de la Société ainsi que les projets de communiqués de presse normés relatifs au dépôt du projet de note en réponse et au dépôt de la note en réponse et du document « Autres Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de la Société ; et*
- *donne tous pouvoirs au directeur général de la Société, avec faculté de délégation, à l'effet de (i) finaliser, signer et déposer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF le document « Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de la Société, (ii) signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre, et (iii) plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre (en ce compris la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation applicable).*

Le Président de Séance précise que l'ensemble de la communication sur le dépôt de la documentation relative à l'Offre figurera sur une page dédiée du site internet de la Société. L'accès à cette page sera limité aux personnes qui (i) résident en France ou dans un autre pays où les lois en vigueur les autorisent à participer à l'Offre et, (ii) ne résident pas dans un pays où la distribution des documents relatifs à l'Offre fait l'objet de restrictions légales et notamment aux Etats-Unis, entendus comme les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.

Enfin, le Président de Séance rappelle que les membres suivants du Conseil d'administration détiennent des actions de la Société :

- *Monsieur Philippe Dizier détient 2.100 actions de la Société ;*
- *Madame Dominique Druon détient 10 actions de la Société ; et*
- *Monsieur Christian Losik détient 10 actions de la Société.*

Le Président de Séance rappelle que les actions détenues par Monsieur Philippe Dizier (à l'exception des 2.100 actions détenues à travers un plan d'épargne en actions) ont été cédées à l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition des Blocs, étant précisé que Monsieur Philippe Dizier a déjà indiqué son intention d'apporter à l'Offre les 2.100 actions qu'il détient encore.

Compte tenu de leur démission de leurs fonctions d'administrateurs indépendants de la Société à effet à la date de publication des résultats définitifs de l'Offre, Madame Dominique Druon et Monsieur Christian Losik ont l'intention d'apporter l'intégralité de leurs actions à l'Offre.

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Monsieur Jiexiong Tang, Madame Manli Yi, Monsieur Jing Zhang et Monsieur Philippe Dizier, détenant ou étant appelés à détenir chacun 10 actions de la Société au titre de leurs fonctions d'administrateurs de la Société, conformément aux obligations statutaires applicables et au règlement intérieur du Conseil d'administration modifié par le Conseil dans sa séance du 25 mars 2014, n'apporteront pas ces actions à l'Offre. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du Conseil d'administration détiennent des Actions de la Société dans les proportions suivantes :

- Monsieur Philippe Dizier détient 2.100 Actions de la Société ;
- Madame Dominique Druon détient 10 Actions de la Société ; et
- Monsieur Christian Losik détient 10 Actions de la Société.

Il est rappelé que les actions détenues par Monsieur Philippe Dizier (à l'exception des 2.100 actions détenues à travers un plan d'épargne en actions) ont été cédées à l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition des Blocs, étant précisé que Monsieur Philippe Dizier a déjà indiqué son intention d'apporter à l'Offre les 2.100 Actions qu'il détient encore.

Compte tenu de leur démission de leurs fonctions d'administrateurs indépendants de la Société à effet à la date de publication des résultats définitifs de l'Offre, Madame Dominique Druon et Monsieur Christian Losik ont l'intention d'apporter l'intégralité de leurs Actions à l'Offre.

Monsieur Jiexiong Tang, Madame Manli Yi, Monsieur Jing Zhang et Monsieur Philippe Dizier, détenant ou étant appelés à détenir chacun 10 actions de la Société au titre de leurs fonctions d'administrateurs de la Société, conformément aux obligations statutaires applicables et au règlement intérieur du Conseil d'administration modifié par le Conseil dans sa séance du 25 mars 2014, n'apporteront pas ces actions à l'Offre.

4. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES

A la date de la Note en Réponse, la Société détient 35.754 de ses propres actions qui ne sont pas visées par l'Offre et ne seront donc pas apportées à l'Offre.

5. AVIS DU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL

La Société a engagé les procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel compétentes au niveau de la Société immédiatement après la signature de la Promesse d'Achat.

Ainsi, dans le cadre de la procédure d'information-consultation du comité social et économique prévue à l'article L.2312-8 du Code du travail, le comité social et économique de la Société a rendu un avis favorable sur le projet de rachat de la Société par Wencan.

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Par ailleurs, à l'issue de la procédure d'information des salariés sur la vente d'actions représentant plus de la moitié du capital de la Société pour leur permettre de faire une offre d'achat, prévue à l'article L.23-10-7 et suivants du Code de commerce, aucune offre d'achat n'a été présentée par les salariés de la Société.

Enfin, conformément à l'article L.2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation du comité social et économique en cas d'offre publique d'acquisition, régie par les articles L.2312-45 à L.2312-51 du Code du travail, n'est pas applicable, l'Initiateur détenant, à la date du dépôt de l'Offre, plus de la moitié du capital et des droits de vote de la Société.

Toutefois, en application de l'article L.2312-44 du Code du travail, le comité social et économique de la Société recevra les documents liés à l'Offre dans les trois jours suivants le dépôt de l'Offre.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application des dispositions de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la société, réuni le 15 avril 2020, a désigné à l'unanimité le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'Expert Indépendant, conformément à l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF, sous réserve de la non-opposition de l'AMF. L'AMF ne s'étant pas opposée à cette désignation, celle-ci a pris effet le 28 avril 2020.

Les conclusions de ce rapport, qui est intégralement reproduit en Annexe de la Note en Réponse, sont les suivantes :

« Le 28 juillet 2020, le groupe chinois Wencan a procédé à l'acquisition d'une participation majoritaire représentant 61,34 % du capital de Le Bélier auprès de Copernic, le holding de la famille Galland, pour un prix de 35,12 € par action, et auprès de MM. Philippe Galland et Philippe Dizier pour un prix de 38,18 € par action (sans clause de complément de prix).

Conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'AMF), l'Initiateur déposera une offre publique d'achat obligatoire sur les actions de la Société, au prix de 38,18 € par action, avec l'intention, dans le cas où les actionnaires de Le Bélier n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de Le Bélier, de procéder au retrait obligatoire des titres de la Société non apportés à l'Offre.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, la Société a désigné Accuracy en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires de la Société. Plus précisément, l'intervention d'Accuracy est requise au titre de trois des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) *« La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » (alinéa I - 1°) ;*

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

- (ii) « *Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* » (alinéa I – 2°) ;
- (iii) « *Il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée* » (alinéa I – 4°) ; et
- (iv) « *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire* » (alinéa II).

Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire, nous estimons que le prix de 38,18 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est supérieur (pour Copernic) ou égal (pour MM. Philippe Galland et Philippe Dizier) au prix payé par Wencan, Initiateur de l'Offre, pour acquérir la participation majoritaire susvisée.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui nous conduise à penser que les accords conclus avec les dirigeants et les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 38,18 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires résiduels de la Société est également équitable d'un point de vue financier.

En effet, ce prix extériorise une prime par rapport aux estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre 17 % et 38 %, niveaux de prime qui nous semblent raisonnable au regard de ceux habituellement pratiqués dans ce type d'offres et des synergies attendues. La borne basse de cette fourchette est par ailleurs probablement sous-estimée, le scénario haut retenu apparaissant comme un scénario relativement optimiste qui intègre a priori une partie des synergies attendues du rapprochement avec l'Initiateur¹⁷.

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de Le Bélier. »

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

A l'exception de ce qui est mentionné dans la Note en Réponse, en particulier en ce qui concerne le Contrat d'Acquisition, l'Initiateur a indiqué n'être partie et la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

¹⁷ En effet, le maintien du volume d'activité et d'une rente économique retenu dans ce scénario ne semble possible que grâce à l'accès à des technologies complémentaires à la fonderie par gravité, qui pourrait être apporté par Wencan.

8. ÉLÉMENTS RELATIFS A LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 10.004.822,40 euros, divisé en 6.582.120 actions d'une valeur nominale de 1,52 euro chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

A la date de la Note en Réponse, à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante (sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant un nombre total de 7.142.545 droits de vote théoriques¹⁸ au 30 septembre 2020) :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Initiateur	4.077.987	61,96%	4.077.987	57,09%
Actions auto-détenues ¹⁹	35.754	0,54%	35.754	0,50%
Sous-total Initiateur	4.113.741	62,50%	4.113.741	57,59%
Concert Famille Galland	810	0,01%	1.615	0,02%
Philippe Dizier	2.100	0,03%	4.200	0,06%
Salariés	188.582	2,87%	377.164	5,28%
Public	2.276.887	34,59%	2.645.825	37,05%
Total	6.582.120	100,00%	7.142.545	100,00%

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce

Aucune clause des statuts ne limite la libre cession des actions émises par la Société.

Un avenant du 6 juillet 2020 a modifié la convention conclue le 9 octobre 2013 entre des managers du groupe Le Bélier, Messieurs Philippe Dizier et Thierry Rivez (l'indivision Thierry Rivez aux droits de ce dernier depuis son décès le 14 juin 2017) afin de prévoir la résiliation des engagements relatifs au droit de préemption prioritaire de Monsieur Philippe Dizier et l'indivision Thierry Rivez en cas de cession par les autres managers du groupe Le Bélier de leurs actions gratuites et/ou options d'achat d'actions émises par la Société.

¹⁸ Sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant 7.142.545 droits de vote théoriques au 30 septembre 2020, calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

¹⁹ Les 35.754 actions auto-détenues sont réputées détenues par l'Initiateur par assimilation au titre des dispositions de l'article L.233-9 I 2° du Code de commerce.

Aucune autre convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

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

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 8.1 ci-dessus.

Au cours de l'exercice 2020, les actionnaires suivants ont notifié à la Société des déclarations et franchissements de seuils en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce :

- le 30 juillet 2020, Monsieur Philippe Dizier a déclaré avoir franchi à la baisse le 28 juillet 2020 le seuil statutaire de 2,5% du capital et des droits de vote de la Société et, en conséquence, détenir 42.490 actions représentant 0,65% du capital et 1,18% des droits de vote théoriques²⁰ de la Société ;
- le 30 juillet 2020, Copernic a déclaré avoir franchi à la baisse le 28 juillet 2020 le seuil statutaire de 2,5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société ; et
- le 1^{er} août 2020, l'Initiateur a déclaré avoir franchi à la hausse le 28 juillet 2020 le seuil statutaire de 2,5% du capital et des droits de la Société et, en conséquence, détenir 4.037.597 actions, représentant 61,34% du capital et 56,13% des droits de vote théoriques²⁰ de la Société.

Par ailleurs, les actionnaires ci-après ont notifié à l'AMF des déclarations et franchissements de seuils en vertu des articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF :

- par courrier reçu le 30 juillet 2020, Copernic a déclaré avoir franchi à la baisse de manière individuelle le 28 juillet 2020 les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital et des droits de vote et de 2/3 des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société ;
- par courrier reçu le 30 juillet 2020, le groupe familial Galland composé de Copernic, Le Bélier Participations et de la Famille Galland agissant de concert, a déclaré avoir franchi à la baisse le 28 juillet 2020 les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital et des droits de vote et de 2/3 des droits de vote de la Société et ne plus détenir que 810 Actions de la Société ; et
- par courrier reçu le 31 juillet 2020, complété notamment par un courrier reçu le 3 août 2020, l'Initiateur a déclaré avoir franchi à la hausse le 28 juillet 2020 les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital et des droits de vote et détenir 4.037.597 actions, représentant 61,34% du capital et 56,13% des droits de vote théoriques²⁰ de la Société.

Les intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois figurent au paragraphe 1.2 de la Note d'Information.

²⁰ Sur la base d'un nombre total de 6.582.120 actions représentant 7.193.860 droits de vote théoriques au 31 juillet 2020, calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 233-11 I du règlement général de l'AMF.

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

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que le droit de vote double conféré aux actions de la Société entièrement libérées détenues nominativement par un même actionnaire depuis deux ans au moins, conformément aux dispositions de l'article L.225-123 du Code de commerce et de l'article 21 des statuts de la Société.

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

Au 30 septembre 2020, le FCPE Fonderies du Bélier et les salariés détenant les actions gratuites attribuées dans le cadre de plans d'attributions gratuites d'actions, détiennent ensemble 2,87% du capital et 5,28% des droits de vote de la Société.

Le FCPE Fonderies du Bélier est géré par un conseil de surveillance. Le conseil de surveillance du FCPE Fonderies du Bélier doit se réunir prochainement pour se prononcer sur un apport des Actions à l'Offre.

8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

Un avenant du 6 juillet 2020 a modifié la convention conclue le 9 octobre 2013 entre des managers du groupe Le Bélier, Messieurs Philippe Dizier et Thierry Rivez (l'indivision Thierry Rivez aux droits de ce dernier depuis son décès le 14 juin 2017) afin de prévoir la résiliation des engagements relatifs au droit de préemption prioritaire de Monsieur Philippe Dizier et l'indivision Thierry Rivez en cas de cession par les autres managers du groupe Le Bélier de leurs actions gratuites et/ou options d'achat d'actions émises par la Société.

Aucune autre convention en vigueur et qui peut entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société.

8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la société

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

Conformément à l'article 12 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de (18) dix-huit membres au plus.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés par l'assemblée générale ordinaire. Toutefois, en cas de fusion, des nominations d'administrateurs peuvent être effectuées par l'assemblée générale extraordinaire statuant sur l'opération.

Chaque administrateur doit être, pendant toute la durée de ses fonctions, propriétaire d'au moins une action.

La durée des fonctions des administrateurs est de six années.

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Ces fonctions prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat de l'administrateur intéressé.

Les administrateurs sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de 75 ans sa nomination a pour effet de porter à plus d'un tiers des membres du conseil le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Si cette proportion est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice au cours duquel le dépassement aura lieu.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Les administrateurs personnes morales doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, le tout sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

Lorsque la personne morale administrateur met fin au mandat de son représentant permanent, elle doit notifier sans délai à la Société, par lettre recommandée, sa décision ainsi que l'identité de son nouveau représentant permanent. Il en est de même en cas de décès ou de démission du représentant permanent.

En cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration. Ces nominations doivent intervenir obligatoirement dans les trois mois de la vacance, lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum statutaire, sans toutefois être inférieur au minimum légal.

Les nominations provisoires ainsi effectuées par le Conseil d'administration sont soumises à ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. À défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis restent cependant valables.

Lorsque le nombre d'administrateurs devient inférieur au minimum légal, les administrateurs restant en fonction doivent convoquer immédiatement l'assemblée ordinaire en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les administrateurs personnes physiques ne peuvent exercer simultanément dans plus de cinq conseils d'administration ou de surveillance de sociétés anonymes ayant leur siège en France métropolitaine, sauf les exceptions prévues par la loi.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat correspond à un emploi effectif. Il ne perd pas le bénéfice de ce contrat de travail. Le nombre des administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

8.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Conformément à l'article 23 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sauf dans le cas des opérations résultant des regroupements d'actions régulièrement effectuées.

L'assemblée générale extraordinaire ne peut délibérer valablement que si les actionnaires présents ou représentés ou votant par correspondance possèdent au moins, sur première convocation, le quart des actions ayant droit de vote, et sur deuxième convocation, le cinquième desdites actions. Si ce dernier quorum n'est pas atteint, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée. Pour cette assemblée prorogée, le quorum du cinquième est à nouveau exigé.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix des actionnaires présents, représentés ou votants par correspondance.

Toutefois :

- les augmentations de capital par incorporation de réserves, bénéfiques et primes d'émission sont décidées aux conditions de quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires ; et
- la transformation de la Société en société en nom collectif et en société par actions simplifiée ainsi que le changement de nationalité de la Société sont décidés à l'unanimité des actionnaires.

8.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions

Conformément à l'article 15 des statuts de la Société, le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Le Conseil d'administration procède à tout moment aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Chaque administrateur doit recevoir les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et peut obtenir auprès de la direction générale tous les documents qu'il estime utiles.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont attribués par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose, à la date de la présente Note en Réponse, des autorisations et délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat d'actions qui lui ont été conférées par les actionnaires de la Société au cours des assemblées générales mixtes du 16 mai 2019 et du 19 mai 2020 :

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Nature de la délégation ou de l'autorisation	Date de l'assemblée générale	Date d'expiration	Plafond	Utilisation effective	Montant résiduel
Délégation en vue d'augmenter le capital par incorporation de réserves, primes et bénéfices	16/05/2019 (16 ^{ème} résolution)	15/07/2021	6.000.000 € nominal dans plafond global de 6.000.000 €	0	6.000.000 €
Délégation en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	16/05/2019 (17 ^{ème} résolution)	15/07/2021	6.000.000 € nominal dans plafond global de 6.000.000 € (actions ordinaires) et 60.000.000 € (nominal pour les valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital)	0	6.000.000 € (actions ordinaires) et 60.000.000 € (valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital)
Délégation en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre d'un placement privé	16/05/2019 (18 ^{ème} résolution)	15/07/2021	6.000.000 € nominal dans plafond global de 6.000.000 € pour les actions ordinaires et 60.000.000 € nominal pour les valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital	0	6.000.000 € (actions ordinaires) et 60.000.000 € (valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital)
Délégation en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre d'une offre au public	16/05/2019 (19 ^{ème} résolution)	15/07/2021	6.000.000 € nominal dans plafond global de 6.000.000 € pour les actions ordinaires et 60.000.000 € nominal pour les valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital	0	6.000.000 € (actions ordinaires) et 60.000.000 € (valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital)
Délégation en vue d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription	16/05/2019 (20 ^{ème} résolution)	15/07/2021	Conditions légales et réglementaires dans le plafond global de 6.000.000 €	0	Conditions légales et réglementaires dans le plafond global de 6.000.000 €

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Nature de la délégation ou de l'autorisation	Date de l'assemblée générale	Date d'expiration	Plafond	Utilisation effective	Montant résiduel
Délégation en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou valeurs mobilières donnant accès au capital, sans droit préférentiel de souscription, en rémunération d'apports en nature de titres ou de valeurs mobilières donnant accès au capital d'une autre société, hors offre publique d'échange	16/05/2019 (21 ^{ème} résolution)	15/07/2021	Limite 10% du capital social à la date de l'émission et plafond nominal 6.000.000 € pour les actions ordinaires ou valeurs mobilières donnant accès au capital et 60.000.000 € pour les valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital	0	6.000.000 € (actions ordinaires ou valeurs mobilières donnant accès au capital) et 60.000.000 € (valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital)
Délégation en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou valeurs mobilières donnant accès au capital, sans droit préférentiel de souscription, en rémunération d'apports en nature de titres ou de valeurs mobilières donnant accès au capital d'une autre société, en cas d'offre publique d'échange initié par la Société	16/05/2019 (22 ^{ème} résolution)	15/07/2021	Limite 10% du capital social à la date de l'AGM du 18/05/2017 et plafond nominal 6.000.000 € pour les actions ordinaires ou valeurs mobilières donnant accès au capital et 60.000.000 € pour les valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital	0	6.000.000 € (actions ordinaires ou valeurs mobilières donnant accès au capital) et 60.000.000 € (valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital)
Autorisation en vue de fixer le prix d'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, en cas de suppression du droit préférentiel de souscription, dans la limite annuelle de 10% du capital	16/05/2019 (23 ^{ème} résolution)	15/07/2021	Montant nominal des augmentations de capital ne peut dépasser 10% du capital social par période de 12 mois	0	10% du capital social
Autorisation en vue de faire racheter par la Société ses propres actions	19/05/2020 (17 ^{ème} résolution)	18/11/2021	Limite de 10% du nombre total des actions composant le capital social	0	Limite de 10% du nombre total des actions composant le capital social

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

8.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Certains contrats de financement de la Société donneraient la possibilité d'un remboursement anticipé des emprunts consentis, sous certaines conditions, et notamment en cas de changement de contrôle de la Société.

De la même manière, certains contrats fournisseurs et certains contrats clients permettraient une rupture anticipée desdits contrats en cas de changement de contrôle de la Société parfois associés à d'autres conditions.

8.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison de l'offre publique

Trois personnes sont concernées pour un montant total de 908.000 euros. Ce montant couvre notamment Monsieur Philippe Dizier.

9. INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ

Le document « Autres Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Ce document sera disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur ainsi que sur le site internet de la Société (www.lebelier.com) et pourra être obtenu sans frais au siège social de la Société.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

David Guffroy, Directeur Général

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

ANNEXE

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



in excellent company

Expertise indépendante
dans le cadre du projet d'offre publique simplifiée
de Guangdong Wencan Die Casting Co. Ltd sur
les actions Le Bélier

Octobre 2020

Transactions & Investments

Disputes & Crises

Corporate Strategy & Finance

Business Performance

Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique simplifiée de Guangdong Wencan Die Casting Co. Ltd sur les actions Le Bélier

Le Bélier SA (ci-après « **Le Bélier** », la « **Société** », la « **Cible** ») est une société française, fondée en 1961 par Jacques Galland, spécialisée dans la conception et la fabrication de composants moulés en aluminium, à destination des industries automobile et aéronautique. Implantée dans cinq pays, la Société a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 320 m€ et un résultat opérationnel de 19 m€.

Introduite en bourse en 1999, la Société est cotée depuis lors sur le compartiment B d'*Euronext* et affichait fin 2019 une capitalisation boursière d'environ 235 m€.

Au terme de négociations intervenues en décembre 2019, les principaux actionnaires de la Société, à savoir la société *Copernic* (holding de contrôle de la famille Galland), M. Philippe Galland (président du conseil d'administration de la Société) et M. Philippe Dizier (directeur général et administrateur de la Société), ci-après collectivement désignés comme les « **Vendeurs** », ont annoncé le 8 janvier 2020 avoir signé avec *Guangdong Wencan Die Casting Co. Ltd* (« **Wencan** » ou « **l'Initiateur** »), société cotée à la bourse de Shanghai, un contrat de cession d'une participation majoritaire dans *Le Bélier* représentant environ 61,96 % du capital au prix de 38,18 € par action (« **l'Opération** »).

Le 1^{er} juillet 2020, soit plusieurs mois après le début de la pandémie Covid-19, les Vendeurs ont annoncé avoir conclu un avenant au contrat de cession visant à modifier le prix perçu par *Copernic* au titre de la cession de sa participation dans la Société. Selon les termes de cet avenant, le prix par action *Le Bélier* qui sera perçu par *Copernic* est porté à 35,12 €, étant précisé que le prix par action *Le Bélier* à percevoir par MM. Philippe Galland et Philippe Dizier au titre de la cession des actions *Le Bélier* qu'ils détiennent directement reste inchangé à 38,18 €.

La cession effective de la participation majoritaire susvisée¹ est intervenue le 28 juillet 2020.

Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation majoritaire dans *Le Bélier*, *Wencan* déposera un projet d'Offre Publique d'Achat Obligatoire Simplifiée (« **l'Offre** ») sur le solde du capital de la Société au prix de 38,18 € par action (le « **Prix d'Offre** »).

Wencan a indiqué son intention de se réserver la possibilité de procéder à un retrait obligatoire des titres de la Société dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires de *Le Bélier* (les « **Actionnaires Minoritaires** ») ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de *Le Bélier* à l'issue de l'Offre.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'Administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** ») a désigné *Accuracy* en date du 15 avril 2020² en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires.

¹ A l'exception des 40 390 actions (représentant 0,61% du capital) détenues par Philippe Dizier qui ne seront cédées que lorsque celui-ci quittera ses fonctions actuelles au sein de la Société, conformément aux articles L. 225-197-1 II et suivants du Code de commerce et aux stipulations des plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société.

² Nomination ayant pris effet le 28 avril 2020, en l'absence d'opposition de la part l'AMF.

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de trois des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « *La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* » (alinéa I - 1°) ;
- (ii) « *Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* » (alinéa I – 2°) ;
- (iii) « *Il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée* » (alinéa I – 4°) ;
- (iv) « *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire* » (alinéa II).

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020.

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente les caractéristiques opérationnelles et la performance récente de la Société, aussi bien d'un point de vue financier que boursier. Nous en tirons un certain nombre de conséquences sur la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans le cadre de la présente expertise. La troisième partie de ce rapport examine plus spécifiquement les caractéristiques et la nature de l'Offre et expose les objectifs de notre mission ainsi que les premières conclusions afférentes. La quatrième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions de la Cible, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré dans le cadre de l'Offre par *Société Générale*, banque présentatrice de l'Offre (la « **Banque** »). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable du Prix d'Offre pour les Actionnaires Minoritaires, dans le contexte de la présente offre et dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire.



1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, Afrique, Amérique du Nord et Asie, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 400 consultants (dont plus de 200 à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

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

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis 24 mois

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
avr-20	agta record	Assa Abloy	Offre publique d'achat (en cours)	BNP Paribas
mars-20	EOS Imaging	Alphatec Holdings	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire (offre non aboutie)	Oddo & Cie
août-19	Supersonic Imagine	Hologic	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Rotschild Martin Maurel

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

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'Accuracy et Guillaume Charton, Directeur, avec le concours de Bruno Husson, Associé honoraire, qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

- Henri Philippe dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également maître de conférences à l'Ecole des Ponts ParisTech et chargé de cours au Groupe HEC.
- Guillaume Charton a une expérience de plus de dix ans dans le conseil financier et est spécialisé en évaluation. Il a notamment participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Guillaume Charton est diplômé d'HEC.
- Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il a également enseigné

la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du Groupe HEC, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe et Guillaume Charton ont été assistés par deux consultants expérimentés disposant de plus de cinq ans d'expérience en conseil financier et d'un consultant junior.

1.3. Déclaration d'indépendance

Accuracy n'a réalisé aucune mission, et en particulier aucune mission d'évaluation, pour le compte de la Société ou de l'Initiateur au cours des 18 derniers mois. Aussi, *Accuracy* atteste, conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF de « *l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission* ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 110 000 euros hors taxes³.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaborée par l'Initiateur et ses conseils,
- analyse du contexte de l'Opération, notamment du processus ayant conduit à la cession du bloc de contrôle, de la vie boursière de l'action *Le Bélier* sur la période récente et de la liquidité du marché de ce titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers,
- revue des différents accords conclus dans le cadre de l'Opération, notamment le contrat d'acquisition en date du 8 janvier 2020, par *Wencan*, des titres détenus par les Vendeurs, ainsi que l'avenant au contrat en date du 1^{er} juillet 2020,
- analyse de la performance financière historique et prévisionnelle de la Société, à partir des rapports annuels de la période récente et du jeu de prévisions élaboré par les dirigeants de la Société (le « **Management** »),
- analyse des synergies attendues de l'Opération,
- entretiens avec le Management, portant notamment sur la présentation de la Société, de son historique, de son potentiel de développement propre, de son positionnement concurrentiel actuel et futur, de sa situation financière, etc.,
- entretiens avec les administrateurs indépendants de la Société,
- entretiens avec des représentants des conseils de la Société,

³ Dont 80 000 euros hors taxes, tel que prévu initialement, auquel s'ajoutent, conformément aux termes de notre lettre de mission, un montant d'honoraires complémentaires de 30 000 euros hors taxes au titre de la prolongation de notre intervention au-delà du calendrier initialement prévu.



-
- entretiens avec des représentants de l'Initiateur,
 - entretiens avec des représentants de la banque présentatrice de l'Offre,
 - examen critique des références d'évaluation représentées par le cours de bourse sur la période récente et les prix cibles (*target prices*) des analystes financiers,
 - évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables),
 - dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres,
 - dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et des paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation,
 - dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes,
 - analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société,
 - analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la Banque dans le cadre de l'Offre,
 - obtention d'une lettre d'affirmation de la part de la Société,
 - contrôle-qualité réalisé par un associé n'ayant pas participé à la mission,
 - rédaction du présent rapport d'expertise.

Au total, le nombre d'heures consacrées à la mission s'est élevé à 510 heures.

Comme indiqué précédemment, le contrôle qualité a été réalisé par Bruno Husson, Associé honoraire d'*Accuracy*, qui n'a pas participé directement à la mission. Il a été assisté d'une manager expérimentée en évaluation.

- Après s'être entretenu avec l'équipe à plusieurs reprises au démarrage de la mission sur le contexte et les caractéristiques de l'Offre, Bruno Husson a procédé à une relecture critique du rapport qui a conduit à modifier et approfondir certaines analyses.
- Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (modèle DCF en particulier) ont fait l'objet d'une revue analytique par une manager qui n'avait pas participé à la mission.

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

1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 7 mai 2020, date de notre première réunion avec le Management, les administrateurs indépendants et les conseils de la Société, 20 octobre 2020, date de signature du présent rapport.



Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec les administrateurs indépendants de la Société, ses dirigeants, ses conseils la Banque ainsi qu'avec l'Initiateur :

- Semaine du 4 mai au 10 mai 2020 : réunion de présentation de l'Opération avec le Management, les administrateurs indépendants et les conseils de la Société ;
- Semaine du 11 mai au 15 mai 2020 : réunion téléphonique avec le Management sur la présentation de l'activité et les perspectives de développement de la Société ;
- Semaines du 18 mai au 22 mai 2020 et du 25 mai au 29 mai : échanges avec la banque-conseil de l'Initiateur ;
- Semaine du 8 juin au 12 juin : réunion téléphonique avec l'Initiateur sur les effets attendus de l'Opération et réunion avec le Management sur la présentation et la revue des nouveaux éléments de prévision ;
- Semaine du 15 juin au 19 juin : réunion téléphonique avec le Management sur la performance prévisionnelle de la Société ;
- Semaine du 22 juin au 26 juin : réunion téléphonique avec le Management et la Banque sur les impacts de la crise Covid-19 sur le plan d'affaires initial de la Société ;
- Semaine du 27 juillet au 31 juillet : réunion téléphonique avec la Banque ;
- Semaine du 31 août au 4 septembre : réunion téléphonique avec le Management portant sur les résultats du premier semestre 2020.
- Semaine du 21 au 25 septembre : réunions téléphoniques avec le Management de la Société après finalisation des comptes du premier semestre.
- Semaine du 19 octobre au 23 octobre : finalisation du rapport.

Nous avons également réalisé des points hebdomadaires avec les administrateurs indépendants de la Société tout au long de la mission.

1.5.3. Informations utilisées

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le management de la Société, à savoir :

- jeu de prévisions, en *stand alone*, comprenant un compte de résultat et un tableau de flux de trésorerie pour la période 2020-2023 (les « **Prévisions** »), élaboré par le Management en juin 2020 à partir du dernier plan d'affaires approuvé par le Conseil d'Administration en décembre 2019 (le « **Plan d'Affaires 2019** »),
- *reporting* analytique préparé par le Management sur la période 2015-2019, certaines informations financières complémentaires présentant un niveau de détail supérieur à celui des annexes aux comptes consolidés publics pour certains postes de bilan, dont le montant des déficits fiscaux reportables au 31 décembre 2019,
- rapports de *due diligence* financière et commerciale préparés dans le cadre du processus de cession du bloc majoritaire,
- projet de note d'information, en date du 2 octobre 2020,
- rapport d'évaluation élaboré par la Banque.

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

-
- rapports annuels et semestriels ainsi que les communiqués de presse de la Société,
 - études et notes sur la Société publiées par les analystes financiers sur la période récente,
 - rapports annuels des sociétés comparables,
 - informations de marché diffusées par les bases de données financières, *Capital IQ* et *Mergermarket*.

1.5.4. Liste des principales personnes avec lesquelles nous avons échangé au cours de notre mission

- Philippe Dizier, Directeur général, *Le Bélier*
- Nicolas Vaillant, Directeur financier, *Le Bélier*

(ces deux personnes étant conjointement désignées comme le « **Management** » dans ce rapport)

- Christian Losik, administrateur indépendant, *Le Bélier*
- Dominique Druon, administratrice indépendante, *Le Bélier*
- Vincent Thillaud, banque-conseil de la Société, *Lazard*
- Jad Fares, banque-conseil de la Société, *Lazard*
- Youssef Djehane, avocat conseil de la Société, *BDGS Associés*
- Arnaud Dreuillet, banque-conseil de l'Initiateur, *Société Générale*
- James Zhang, Vice-Président, *Wencan*
- Zheyuan Fan, Vice-Président, *China Securities*

1.5.5. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les dirigeants ou les conseils de la Société nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par les dirigeants de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de la Société et des explications orales données par le Management sur ses perspectives de développement.

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

2. Contexte de l'Opération

2.1. Présentation de la Société

2.1.1. Caractéristiques opérationnelles de Le Bélier

Un équipementier de rang 2, spécialisé dans les pièces en aluminium

Fondée en 1961, la société *Le Bélier* développe, produit et vend des pièces manufacturées en aluminium à destination du marché automobile, sur les segments du freinage, de l'admission d'air et du châssis.

Le freinage automobile constitue le segment historique de la Société et représente 65 % du chiffre d'affaires en 2019. Sur ce segment, la Société occupe une position de leader et produit trois pièces clés du système de freinage d'un véhicule. Le maître-cylindre permet de transformer la force appliquée à la pédale de frein par le conducteur en une force hydraulique pour activer le freinage. Les deux étriers de frein (avant et arrière) permettent d'exercer une pression sur les plaquettes, en transformant la force hydraulique en force mécanique. Sur le segment admission d'air, qui représente 19 % du chiffre d'affaires 2019, la Société commercialise essentiellement des turbos compresseurs. Il s'agit d'un segment de marché très compétitif marqué par la présence d'acteurs asiatiques (Chine et Inde). Enfin, depuis quelques années, le Groupe fournit des pièces de châssis et structure (15 % du chiffre d'affaires 2019).

Le savoir-faire de *Le Bélier* concerne principalement la technique de moulage par gravité. Cette technique de fonderie est adaptée à la production de volumes de moyenne et grande séries. Elle offre un bon compromis entre caractéristiques mécaniques et coût, deux critères majeurs dans le choix des clients, et nécessite moins d'investissements que d'autres techniques de fonderie. La Société utilise également les technologies de fonderie basse pression, destinée aux pièces de châssis, et de fonderie sable, pour les petites séries. La technologie de fonderie sous pression n'est actuellement pas maîtrisée par la Société. Elle lui permettrait d'élargir sa gamme de produits, mais nécessiterait de lourds investissements pour être développée en interne.

La plus grande part du chiffre d'affaires de la Société est générée par l'activité fonderie (83 % en 2019). La Société tire également des revenus de services liés au bureau d'études (design et conception des nouveaux produits), de l'outillage (développement en amont des outils nécessaires à la production, les clients demeurant propriétaires de ces derniers) et, enfin, de l'usinage (afin d'obtenir des pièces mécaniques de plus grande précision).

La Société fournit principalement des équipementiers automobiles dits de rang 1, tels que *ZF*, *Continental* et *Bosch*, et, dans une moindre mesure, directement des constructeurs automobiles pour certaines pièces de châssis (environ 10 % du chiffre d'affaires). Conséquence directe de son exposition au secteur automobile et de son positionnement dans la chaîne de valeur, l'activité affiche un niveau élevé de sensibilité à la conjoncture économique. Le ralentissement de l'activité observé au moment de la crise commerciale entre les Etats-Unis et la Chine et depuis le début de la crise sanitaire actuelle en sont deux illustrations.

Cette sensibilité est en partie atténuée par la structure du carnet de commandes, qui comprend des engagements pluriannuels, généralement d'une durée de 4 à 7 ans et confère une certaine visibilité sur le volume d'activité.

Depuis les années 1990, *Le Bélier* a progressivement étendu son empreinte géographique, à travers l'ouverture de nouvelles usines, ce qui lui permet aujourd'hui d'être présent sur 3

continents (Europe, Amérique du Nord et Asie) et lui garantit une proximité avec les principaux acteurs du secteur.

Une activité caractérisée par une intensité capitalistique et un levier opérationnel modérés

L'activité de la Société présente une intensité capitalistique modérée, comme en témoigne le niveau de rotation des capitaux employés observé sur la période récente (entre 2,0x et 2,5x sur les cinq dernières années). Ce niveau d'intensité capitalistique s'explique notamment par la prépondérance de la technologie de gravité en coquille qui nécessite moins d'investissements que d'autres techniques de fonderie. De plus, une part prépondérante des investissements de la Société est liée aux lancements de nouveaux produits (entre 40 % à 60 % suivant les années) et est donc directement fonction du niveau d'activité. Le solde des investissements se répartit entre les investissements de maintenance, d'amélioration de la performance et d'augmentation de la capacité.

Au total, la Société investit entre 25 m€ et 30 m€ tous les ans (ce qui représente environ 8 % du chiffre d'affaires). L'activité de la Société nécessite peu d'investissements en termes d'innovation, ceux-ci étant principalement à la charge des constructeurs automobiles qui restent maîtres de la conception et du développement de leurs produits.

Parallèlement, la Société affiche un niveau de levier opérationnel également modéré, illustré par la relative stabilité de la marge opérationnelle sur les dernières années, même lorsque le niveau d'activité diminue. Cette faible sensibilité de la marge aux variations de l'activité s'explique par plusieurs facteurs.

Tout d'abord, la structure des contrats clients permet à la Société de ne pas être exposée aux évolutions du cours de l'aluminium, ces évolutions étant répercutées de façon synchronisée sur les prix de vente aux clients (mécanisme de *pass-through*). Selon le même principe que celui régissant les contrats avec les fournisseurs d'aluminium, les contrats clients prévoient en effet de fixer le prix unitaire à partir (i) de l'indice d'aluminium local et (ii) d'une prime fixe qui permet de couvrir le coût de transformation. Les évolutions du cours de l'aluminium n'ont donc pas d'impact sur le niveau de marge brute en valeur absolue. Une des conséquences de ce mécanisme est que lorsque le cours de l'aluminium augmente, le taux de marge brute de *Le Bélier* diminue, et inversement.

Par ailleurs, l'implantation industrielle dans des pays où la main d'œuvre est bon marché (les frais de personnel représentent près de la moitié des coûts entre la marge brute et la marge opérationnelle) confère à la Société une certaine agilité. A cela, il convient d'ajouter des efforts continus en termes d'amélioration de la productivité, si bien que la Société parvient à rendre « semi-variables » dans une large mesure des coûts traditionnellement considérés comme fixes.

Une société bien positionnée par rapport aux tendances du marché à moyen terme mais sur laquelle pèse des incertitudes à plus long terme

Le secteur automobile est gouverné par deux tendances majeures depuis plusieurs années qui sont la conséquence de réglementations environnementales plus strictes : l'allègement des véhicules et l'essor des véhicules électriques et hybrides au détriment des véhicules à combustion.

Dans ce contexte, le portefeuille d'activités de la Société est idéalement positionné pour répondre aux préoccupations actuelles des constructeurs. En effet, bien que l'acier demeure le premier matériau utilisé dans le secteur, l'aluminium offre un compromis optimal en termes de poids, coût, propriétés de recyclage et résistance à la corrosion.

De nombreuses études récentes font état d'une part croissante de l'aluminium dans la production des véhicules légers et cette tendance devrait se poursuivre dans les années à venir. *Le Bélier* devrait donc continuer à bénéficier de son positionnement à moyen terme. Ceci est particulièrement vrai pour les étriers avant, où la part de marché de l'aluminium est encore marginale, pour les turbos compresseurs, du fait de la nécessité de limiter les émissions de CO2 des véhicules thermiques et hybrides sans perte de puissance, et pour les pièces de châssis et structure, pour en diminuer le poids.

En revanche, à plus long terme, le niveau d'incertitudes quant aux perspectives de développement du secteur automobile demeure élevé. Au-delà même des enjeux de taille du marché et du nombre de véhicules qui seront vendus chaque année à moyen et long termes, se pose la question de l'impact de certaines ruptures technologiques sur les activités de la Société. En effet, certaines innovations pourraient remettre en cause l'existence même de certaines pièces actuellement fabriquées par *Le Bélier*. A titre d'illustration, le développement de nouveaux systèmes de freinage, tels que l'« *Integrated Brake System* » ou le « *Brake by wire* », pourrait par exemple entraîner la disparition du maître-cylindre (environ 20 % du chiffre d'affaires de la Société). C'est également le cas des turbos compresseurs avec la généralisation à terme de la voiture électrique.

Les incertitudes sont d'autant plus grandes que l'extension de la gamme de produits à partir du savoir-faire actuel de la Société semble peu probable. En effet, d'autres technologies, nettement plus adaptées que la fonderie par gravité, existent pour couvrir les autres segments du secteur automobile. Par ailleurs, compte tenu du niveau élevé des volumes représentés par ce secteur, les opportunités d'extension sur d'autres secteurs sont limitées.

Néanmoins, le rythme d'adoption des développements technologiques dans le secteur automobile est lent (entre 10 et 15 ans entre la production des premières séries et la production de masse), en raison de la durée de vie des lignes de production chez les constructeurs et de la nécessité de minimiser les nouveaux investissements. Ainsi, les menaces qui pèsent sur l'activité de la Société s'inscrivent donc dans un horizon relativement lointain.

2.1.2. Performance financière historique et prévisionnelle

Un groupe en forte croissance sur les dix dernières années

Entre 2005 et 2008, la Société a entrepris une longue phase de restructuration industrielle, dont les principaux faits marquants sont la fermeture de la filiale italienne, la restructuration des activités en France avec la suppression de près de la moitié des emplois et la délocalisation vers des pays à moindre coût (Mexique et Europe de l'Est). Grâce à cette restructuration, la Société a traversé la crise financière de 2008-2009, tout en restant profitable sur cette période.

Depuis lors, la Société a connu une croissance régulière du chiffre d'affaires, près de 6 % par an entre 2010 et 2017. Corrigée des variations du prix de l'aluminium et de l'impact de la croissance externe, la croissance moyenne enregistrée par la Société sur la période s'élève à 4 % et dépasse la croissance du marché automobile (+ 2,7 % en nombre de voitures vendues par an⁴).

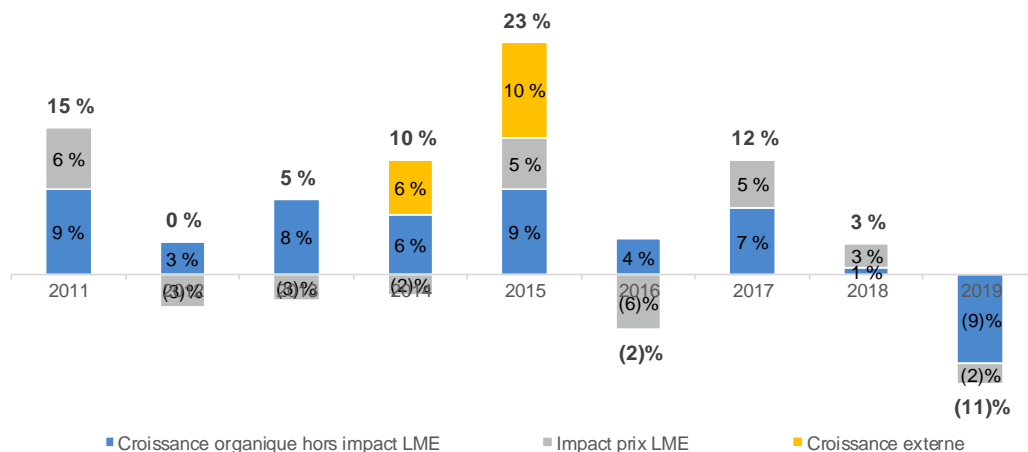
En 2014, la Société acquiert le groupe *HDPCI*, spécialisé dans la fabrication de pièces en aluminium sur les segments du freinage et des turbos. Seule opération de croissance externe significative sur la période récente, cette acquisition lui permet de renforcer sa présence sur ses

⁴ Selon une étude de l'institut *LMC Automotive*



marchés actuels et de s'étendre en Chine. Grâce à cette acquisition, la Société dépasse les 300 m€ de chiffre d'affaires l'année suivante.

Croissance du chiffre d'affaires



Parallèlement, la profitabilité de la Société s'est améliorée et stabilisée : sur la période 2010-2017, la marge d'EBITDA progresse de près de 3 points (de 14,0 % à 16,7 %), sans jamais descendre en dessous de 14,0 %.

Après une très forte croissance de 11,5 % en 2017 (+6,7 % hors effet prix de l'aluminium), le chiffre d'affaires atteint un point haut historique en 2018 (359 m€). L'activité a commencé à montrer des signes de ralentissement en milieu d'année.

En 2019, conséquence des difficultés économiques en Chine (ralentissement de la croissance, guerre commerciale avec les Etats-Unis) et en Europe, ainsi que des nouvelles réglementations environnementales, le nombre de voitures vendues diminue de plus de 4 %⁵. Dans ce contexte défavorable, la Société enregistre en 2019 une baisse de plus de 10 % de son chiffre d'affaires. Les trois segments sont concernés et l'Amérique du Nord est la seule région qui affiche une croissance de son chiffre d'affaires.

En dépit de la baisse des volumes, la Société parvient à maintenir une marge d'EBITDA supérieure à 14,0 %, notamment grâce au plan de réduction des coûts mis en place au premier semestre.

L'environnement s'est détérioré en 2020, la pandémie Covid-19 ayant entraîné un effondrement des ventes mondiales de véhicules (71 millions estimé vs 95 millions en 2017⁶). La Société confirme néanmoins la pertinence de son positionnement : alors que le marché est en retrait de 26 %⁷, le chiffre d'affaires du premier trimestre ne baisse que de 17 %.

Des prévisions élaborées dans le contexte de la crise sanitaire actuelle et reflétant un scénario moyen

Nous avons eu accès aux prévisions préparées par le Management au cours du deuxième trimestre 2020 pour la période 2020-2022 et qui comprennent un compte de résultat et les principaux éléments permettant de déterminer les flux de trésorerie prévisionnels. Ces prévisions

⁵ Vente mondiale de véhicules, selon une étude LMC d'avril 2020

⁶ Vente mondiale de véhicules, selon une étude LMC d'avril 2020

⁷ Production mondiale de véhicules, selon une étude LMC d'avril 2020



tiennent compte de la performance réalisée à fin avril et de la mise à jour des prévisions de croissance du marché par région selon les principaux fournisseurs d'études et de projections du secteur (*LMC* et *IHS Markit*). En effet, étant donné l'importance des impacts anticipés de la crise actuelle, le Management a jugé essentiel de mettre à jour les trajectoires prévues dans le dernier plan d'affaires (le « **Plan d'Affaires 2019** »). Préparé fin 2019, dans le cadre usuel du processus budgétaire de la Société, ce plan avait été approuvé par le Conseil d'Administration en décembre 2019.

Tout comme le Plan d'Affaires 2019, les Prévisions qui nous ont été fournies ont été préparées en vision *stand alone* et n'intègrent donc pas les synergies attendues du rapprochement avec *Wencan*.

Après une année 2020 difficile (le chiffre d'affaires est attendu en baisse de 17%), le Management prévoit un rattrapage de l'activité en 2021 et 2022, selon un rythme similaire à celui anticipé par les études sectorielles mentionnées précédemment. Sur ces bases, le chiffre d'affaires en fin de plan est attendu en croissance par rapport à 2019, mais en net retrait par rapport au Plan d'Affaires 2019. L'Europe devrait être la région la plus fortement impactée par la crise.

Excepté en 2020, la marge d'EBITDA sur la période de prévision se maintient à des niveaux en ligne avec ceux atteints sur la période récente, grâce notamment à l'effet positif de la baisse du LME Aluminium et aux initiatives de contrôle des coûts initiées dès le début de la crise.

Dans un souci de préservation de la trésorerie, les investissements ont été limités en 2020 et 2021 aux projets de lancement de nouveaux produits et aux projets de maintenance. Ils ne retrouvent leur niveau moyen historique qu'en 2022. Compte tenu de la nature des investissements maintenus, les risques sur la croissance future sont limités.

Au total, le ROCE anticipé à la fin du plan d'affaires ressort à 15 % (contre 20 % à fin 2017, avant le premier ralentissement du marché).

2.2. Vie boursière de Le Bélier

2.2.1. Structure de l'actionariat et liquidité du titre

La Société est cotée sur le compartiment B de la bourse *Euronext Paris* depuis 1999 et fait partie de l'indice *CAC All Shares*. Le 9 décembre 2019, jour de l'annonce de l'Opération, la capitalisation boursière s'élevait à 195 m€, ce qui range la Société dans la catégorie des moyennes valeurs (*mid caps*).

Avant l'Opération, le capital de la Société se répartit entre la famille Galland qui détient 57,86 % (directement et indirectement au travers du holding familial de contrôle *Copernic*), Philippe Dizier, directeur général de la Société, qui détient 4,12 % et le FCPE / salariés qui détient 4,01 %. Le flottant est donc limité et représente 33,45 % du capital (33,63 % hors actions auto-détenues).

Sur les douze derniers mois avant l'annonce de l'Opération, les volumes échangés sont faibles et s'élèvent à environ 567 000 titres (soit environ 17 m€), représentant seulement 26 % du flottant. Cette faible rotation démontre le caractère peu liquide du titre *Le Bélier*. Conséquence de cette faible liquidité, la Société n'est suivie que par deux analystes financiers, *Gilbert Dupont* (qui assure par ailleurs la liquidité du titre, en tant que *liquidity provider*) et *Midcap Partners*.



Le Bélier - Liquidité du titre à la veille de l'annonce de l'Opération

	Cours de bourse moyen* (€)	Volume quot. moyen		Volume cumulé		
		# de titres	en % du capital	# de titres	en % du capital	en % du flottant**
Au 6 décembre 2019	29,60	550	0,0 %	550	0,0 %	0,0 %
Dernière semaine	29,34	4 238	0,1 %	21 190	0,3 %	1,0 %
Dernier mois	29,09	3 257	0,0 %	71 650	1,1 %	3,3 %
3 derniers mois	27,30	2 403	0,0 %	156 180	2,4 %	7,1 %
6 derniers mois	27,24	2 099	0,0 %	275 000	4,2 %	12,5 %
12 derniers mois	29,52	2 225	0,0 %	567 250	8,7 %	25,8 %

Sources : Capital IQ et analyse Accuracy

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

Note** : Flottant calculé sur la base du nombre d'actions net du nombre d'actions auto-détenues

A titre d'information, nous présentons aussi les données du tableau précédent en date du 25 septembre 2020, en Annexe 2.

2.2.2. Evolution historique du cours

Evolution sur les cinq années précédant l'annonce de l'Opération

Au cours des cinq années précédant l'annonce de l'Opération, le cours de bourse de la Société a traversé deux phases successives : une première phase de surperformance par rapport aux autres sociétés du secteur (de fin 2014 à mi-2018), suivie d'une phase baissière dans un contexte défavorable pour l'ensemble des acteurs du secteur automobile (de mi-2018 à fin 2019).

De fin 2014 à mi-2018, le titre a bénéficié de l'amélioration continue de la performance opérationnelle et des annonces de résultats supérieurs aux attentes et objectifs fixés par le Management. Sur cette période, le chiffre d'affaires est ainsi passé de 258 m€ à 348 m€ et le taux de marge d'EBITDA s'est amélioré de près de 2 points pour atteindre 16,7 % fin 2017. La valeur du titre a ainsi été multipliée par environ 2,5 (de 23,9 € à 61,9 €) et a nettement surperformé le marché et l'indice sectoriel (respectivement +15 % pour le *Stoxx Europe 600* et +13 % pour le *Stoxx Europe 600 Automobile and Parts*).

Sur cette période, les annonces de résultats sont les principaux événements qui ont impacté le cours.

- Le 24 mars 2016, *Le Bélier* publie ses résultats annuels 2015, affiche une croissance organique (hors impact du prix de l'aluminium) de plus de 8 % et confirme une croissance en volume supérieure à celle du marché. Le cours progresse de 4 %.
- Le 26 octobre 2017, à l'occasion de la publication du chiffre d'affaires du T3 2017 (en hausse de 16,0 % par rapport au T3 2016), le Groupe annonce que l'objectif de 400 m€ de chiffre d'affaires prévu pour l'année 2020 devrait être atteint avec une année d'avance. Le marché accueille positivement cette nouvelle et le cours progresse de plus de 10 % sur les 4 jours qui suivent.
- Le 25 janvier 2018, la Société publie un chiffre d'affaires 2017 de 348 m€, en croissance de 11,5 % par rapport à 2016 et le titre gagne plus de 6 %.

A partir de mi-2018, le titre rentre dans une deuxième phase qui vient annuler l'essentiel de la surperformance des 3 années précédentes : entre fin juin 2018 et décembre 2019, le cours passe ainsi de 58,4 € (le 29 juin 2018) à 29,6 € à la veille de l'Opération.

Sur cette période, l'ensemble des sociétés du secteur automobile souffre d'un contexte économique et réglementaire difficile avec, d'une part, une baisse marquée des volumes, conséquence notamment des incertitudes générées par la guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis et, d'autre part, la mise en œuvre de la procédure WLTP (*Worldwide harmonized*



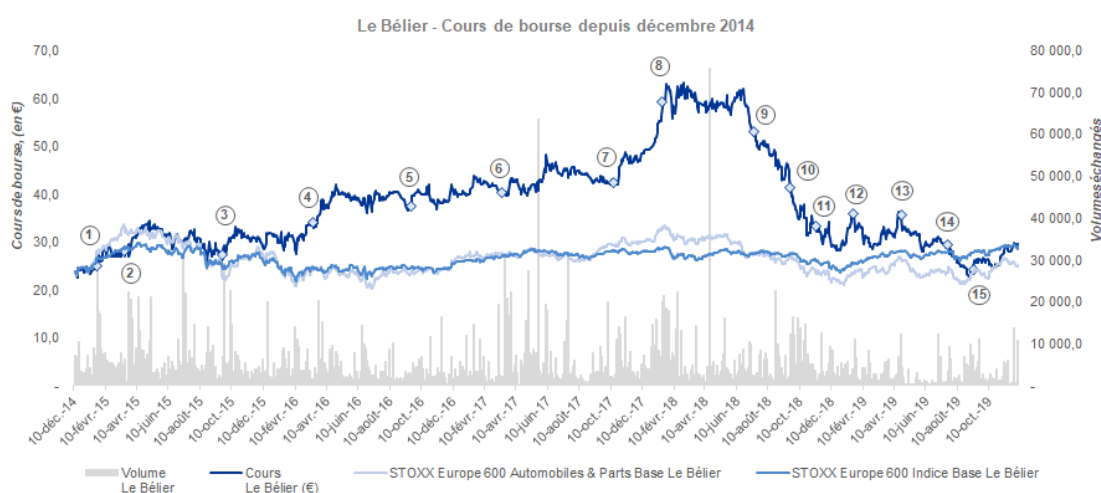
Light vehicles Test Procedures, une norme d'homologation des véhicules permettant notamment de mesurer la consommation de carburant et les rejets). Ainsi, entre le 29 juin 2018 et le 6 décembre 2019, l'indice *Stoxx 600 Europe Automobile & Parts* perd 6 % alors que l'indice *Stoxx 600 Europe* progresse de plus de 7 %.

Concomitamment, la Société publie des résultats en baisse et les annonces jugées décevantes par le marché se succèdent, avec notamment le décalage progressif des objectifs de chiffre d'affaires.

Ainsi, lors de la publication des résultats du premier semestre 2018 (le 19 septembre 2018), le Management annonce le ralentissement de l'activité fonderie sur le second semestre et l'objectif de 400 m€ de chiffre d'affaires en 2019 semble plus difficile à atteindre que prévu. Un mois plus tard, la Société souligne à nouveau dans un communiqué de presse les difficultés rencontrées par les constructeurs européens et le ralentissement du marché chinois pour justifier une croissance limitée au T3 2018.

Le 23 janvier 2019, la Société officialise le fait que l'objectif d'un chiffre d'affaires de 400 m€ ne devrait pas être atteint avant fin 2020. Le cours de bourse chute de près de 15 % sur les 4 jours suivants.

A partir de cette date, le titre évolue entre 23,0 € et 36,3 € et s'établit, à la veille de l'Offre, à 29,6 € pour ne représenter plus que la moitié du plus haut niveau atteint dix-huit mois plus tôt.



Légende du graphique

- (1) 29 janvier 2015 : publication du chiffre d'affaires 2014
- (2) 26 mars 2015 : publication des résultats de l'année 2014, niveau historique en termes d'activité (surperformance vis-à-vis du marché) et supérieur aux attentes des brookers
- (3) 24 septembre 2015 : publication des résultats pour le S1 2015
- (4) 24 mars 2016 : publication des résultats de l'année 2015, avec notamment l'annonce d'une forte progression tant en termes d'activités que de performance économique. Progression de l'ensemble des ratios financiers. Le chiffre d'affaires 2015 ressort à 318 m€.
- (5) 22 septembre 2016 : publication des résultats pour le S1 2016
- (6) 23 mars 2017 : publication des résultats 2016
- (7) 26 octobre 2017 : publication du chiffre d'affaires pour le T3 2017
- (8) 25 janvier 2018 : publication du chiffre d'affaires 2017
- (9) 25 juillet 2018 : publication du chiffre d'affaires du S1 2018
- (10) 19 septembre 2018 : publication des résultats du S1 2018, avec notamment l'annonce au sujet des difficultés pour atteindre un chiffre d'affaires de 400 m€ en 2019
- (11) 24 octobre 2018 : publication du chiffre d'affaires du T3 2018
- (12) 23 janvier 2019 : publication du chiffre d'affaires 2018. L'objectif de 400 m€ de chiffre d'affaires est décalé à fin 2020.
- (13) 24 avril 2019 : publication du chiffre d'affaires du le T1 2019



(14) 24 juillet 2019 : publication du chiffre d'affaires du S1 2019

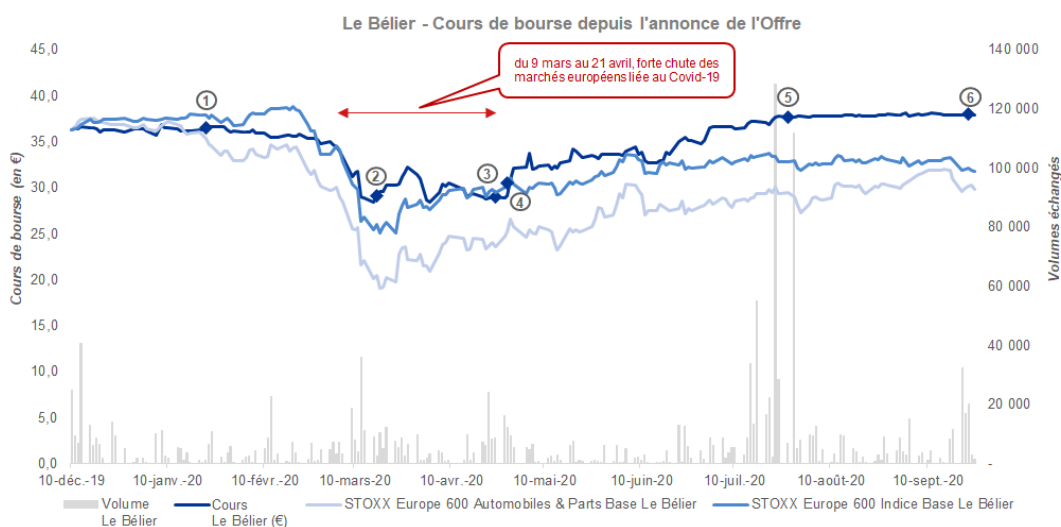
(15) 18 septembre 2019 : publication des résultats du S1 2019 et mise en place d'un plan de réduction des coûts

Evolution du cours depuis l'annonce de l'Opération

Le cours de *Le Bélier* s'élève à 36,3 € le lendemain du jour de l'annonce de l'Opération, soit un niveau légèrement inférieur au prix d'offre de 38,18 € proposé par l'Initiateur pour l'acquisition d'une participation majoritaire. Depuis, le cours n'est régi que dans une faible mesure par les annonces de résultats ou les nouvelles impactant les acteurs du secteur.

A titre d'exemple, illustré dans le graphique ci-dessous, l'annonce de la baisse significative du chiffre d'affaires 2019 fin janvier 2020 n'a eu aucun impact sur le cours de l'action. De même, le cours de l'action n'a subi la correction liée à la pandémie de Covid-19 qu'avec retard et de manière moins marquée que le reste du marché. Ainsi, le point bas atteint par le cours de la Société (28,5 €) est 22 % inférieur au cours de clôture au 31 décembre 2019 (contre respectivement 48 % pour l'indice *Stoxx 600 Europe Automobile & Parts* et 33% pour l'indice *Stoxx 600 Europe*).

Depuis début mai, le cours a retrouvé un niveau proche de celui constaté dans les jours suivant l'annonce de l'Offre (37,9 € au 25 septembre 2020). Jusqu'à la réalisation effective de l'Opération le 28 juillet, le cours reflète donc un niveau d'incertitude limité quant à cette dernière, conforté par la publication d'une nouvelle note par l'analyste financier *Gilbert Dupont* (datée du 28 avril 2020) et l'annonce de la nomination d'un expert indépendant (+ 6 % le 29 avril). De même, le cours est resté stable autour de 37,9 € dans les jours qui ont suivi la publication des résultats semestriels (le 23 septembre 2020).



Légende du graphique

(1) 21 janvier 2020 : publication du chiffre d'affaires 2019

(2) 17 mars 2020 : publication des résultats consolidés 2019, année de forte résilience dans le contexte du marché automobile

(3) 24 avril 2020 : publication des résultats du T1 2020. Le chiffre d'affaires est en retrait de -14,3% par rapport au T1 2019

(4) 28 avril 2020 : publication d'une note de *Gilbert Dupont* qui confirme l'offre de *Wencan* au prix initial annoncé

(5) 28 juillet 2020 : réalisation de la cession de la participation majoritaire dans *Le Bélier* à *Wencan*

(6) 23 septembre 2020 : publication des résultats du S1 2020



2.3. Implications sur la démarche d'évaluation

Les caractéristiques du portefeuille d'activités de *Le Bélier* détaillées précédemment ont des implications sur la mise en œuvre de l'approche multicritères pour estimer la valeur des actions. Il convient d'en tenir compte de façon rigoureuse, tant dans l'examen des références disponibles (cours de bourse, transactions récentes), que dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation (DCF et comparables boursiers). La section qui suit précise les implications des caractéristiques du portefeuille d'activités pour chacune des références et des méthodes d'évaluation examinées dans le cadre du présent rapport d'expertise.

S'agissant de la référence aux cours de bourse et aux objectifs de cours des analystes, les références (considérées avant annonce de l'Opération) reflètent un environnement de marché qui a changé de manière importante sous l'effet notamment de la pandémie Covid-19. Il n'est donc pas pertinent de s'appuyer sur ces références pour estimer la valeur de la Société en *stand alone* au 30 juin 2020.

S'agissant de la méthode DCF, compte tenu des tendances actuelles qui régissent le secteur automobile et du positionnement de la Société, il semble pertinent de considérer que le potentiel de croissance dépasse largement l'horizon des prévisions établies par le Management (2020-2022) et qu'il varie en fonction des catégories de produits considérées. A ceci s'ajoute l'inertie générée par la durée de vie des plateformes des constructeurs. Il semble donc pertinent de retenir une période d'extrapolation relativement longue, avec des hypothèses différenciées par segment, période à l'issue de laquelle le flux normatif devra être déterminé.

Compte tenu des menaces qui pèsent à terme sur la taille du marché automobile et sur la pérennité de certains produits, il convient de tenir compte dans le flux normatif d'une possible baisse durable du volume d'activité. Par ailleurs, il ressort de nos analyses que la Société extériorise un niveau de rentabilité très nettement supérieur au coût du capital et dégage donc aujourd'hui une rente économique significative. Dans un marché concurrentiel et compte tenu du niveau élevé d'incertitudes quant aux perspectives de la fonderie par gravité, cette rente économique a vocation à diminuer, voire à disparaître sur le long terme. Pour l'estimation du flux normatif, il convient donc également de retenir un taux de rentabilité normatif inférieur aux taux de rentabilité attendus en fin de plan.

En ce qui concerne la méthode des comparables boursiers, les caractéristiques du portefeuille d'activités rendent la Société difficilement comparable aux autres sociétés du secteur. En effet, il n'existe pas, à notre connaissance, des sociétés cotées réunissant l'ensemble des critères pertinents : typologie de produits, exposition quasi-exclusive au secteur automobile, positionnement dans la chaîne de valeur, présence mondiale et production des pièces en aluminium. Dès lors, la méthode des comparables boursiers ne peut être appliquée de manière totalement satisfaisante.

Pour les mêmes raisons, la méthode des transactions comparables se heurte également à la difficulté d'identifier des transactions comparables récentes ayant impliqué des acteurs comparables à *Le Bélier*. A cela s'ajoute le biais induit par le fait que la mise en œuvre de cette méthode s'appuie sur des agrégats historiques qui ignorent par conséquent l'impact de la crise sanitaire actuelle.



3. Description de l'Offre et des modalités d'appréciation de l'équité de ses conditions financières

Après avoir décrit les principales caractéristiques de l'Offre et les effets attendus de l'Opération pour *Le Bélier*, la présente section a pour objet de présenter les modalités d'appréciation des conditions financières de l'Offre.

3.1. Description de l'Offre et effets attendus du rapprochement avec Wencan

3.1.1. Description de l'Offre

A l'issue de négociations intervenues en décembre 2019, les principaux actionnaires de la Société, à savoir la société *Copernic* (holding de contrôle de la famille Galland), M. Philippe Galland (président du conseil d'administration de la Société) et M. Philippe Dizier (directeur général et administrateur de la Société) ont annoncé le 8 janvier 2020 avoir signé avec *Guangdong Wencan Die Casting Co. Ltd* un contrat de cession d'une participation majoritaire représentant environ 61,96 % du capital de *Le Bélier* au prix de 38,18 € par action. Cette transaction restait toutefois en attente de l'obtention d'un certain nombre d'autorisations administratives.

Dans le contexte de la pandémie Covid-19, les Vendeurs ont annoncé, le 1^{er} juillet 2020, avoir conclu un avenant au contrat de cession visant à modifier le prix par action de la Société perçu par *Copernic* pour les actions *Le Bélier*. Selon les termes de cet avenant, le prix par action à percevoir par *Copernic* pour la cession de sa participation dans la Société est porté à 35,12 €, étant précisé que le prix par action *Le Bélier* perçu par MM. Philippe Galland et Philippe Dizier reste inchangé à 38,18 €.

La cession effective de la participation majoritaire susvisée⁸ est intervenue le 28 juillet 2020.

Conformément à la réglementation boursière, *Wencan* déposera un projet d'Offre Publique d'Achat Obligatoire Simplifiée sur le solde restant du capital de la Société au prix de 38,18 € par action.

3.1.2. Effets attendus du rapprochement avec Wencan

Créée en 1998, *Wencan* est une société chinoise spécialisée dans la production et la vente de pièces en aluminium de fonderie sous-pression à destination du marché automobile. Les pièces commercialisées par la société couvrent un large éventail de systèmes automobiles dont notamment les systèmes moteurs, de contrôle électronique, de transmission, de châssis, de freinage et de carrosserie. La société dispose d'un savoir-faire important pour les voitures électriques, qui représentent environ 30 % de son activité.

Wencan est cotée à la bourse de Shanghai et affichait le 25 septembre 2020 une capitalisation boursière de 685 m€. Le groupe a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires d'environ 190 m€.

⁸ A l'exception des 40 390 actions (représentant 0,61% du capital) détenues par Philippe Dizier qui ne seront cédées que lorsque celui-ci quittera ses fonctions actuelles au sein de la Société, conformément aux articles L. 225-197-1 II et suivants du Code de commerce et aux stipulations des plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société.



Nous comprenons que l'Initiateur n'a pas l'intention de modifier la stratégie et le modèle opérationnel de la Société à l'issue de l'Offre et que par conséquent, il n'anticipe pas de synergies significatives du rapprochement des deux groupes. Ce constat est confirmé par nos différents entretiens avec l'Initiateur et la Société.

En effet, il ressort de ces discussions que les effets attendus du rapprochement de *Wencan* et *Le Bélier* consisteraient essentiellement des éléments suivants :

- Une complémentarité technologique : l'acquisition de la Société permet aux deux groupes de bénéficier d'un portefeuille de technologies complémentaires à leur savoir-faire respectif actuel, et ainsi de maîtriser l'ensemble des techniques de fonderie usuelles.
- Des opportunités de ventes croisées (ou *cross-selling*), permises à la fois par la complémentarité technologique susmentionnée et la complémentarité de leurs bases de clients. Néanmoins, ces opportunités seront vraisemblablement difficiles à matérialiser, les processus d'achat étant le plus souvent menés par les clients de manière indépendante pour chaque produit ou famille de produits.
- L'accès à une plateforme mondiale : *Wencan* est présent exclusivement en Chine, à la différence de *Le Bélier*, présent sur trois continents. L'accès aux marchés européen et nord-américain sera donc grandement facilité pour l'Initiateur, à l'heure où il est de plus en plus difficile pour des investisseurs étrangers d'obtenir des autorisations de création d'usines. Cette présence mondiale devrait notamment permettre de mieux répondre aux besoins des clients, notamment en réduisant le temps et les coûts de transport.
- Des économies d'échelle pour les deux groupes sur les achats d'aluminium et sur l'outillage.

Il ressort ainsi que, les deux groupes possédant des portefeuilles complémentaires, tant en termes technologiques que géographiques, les synergies qui pourraient être attendues du rapprochement sont essentiellement d'ordre commercial. Or les synergies commerciales s'avèrent traditionnellement délicates à mettre en œuvre et incertaines. Les synergies de coûts semblent quant à elles limitées, dans la mesure où les achats d'aluminium sont déjà largement optimisés dans les deux groupes.

3.2. Caractéristiques de l'Offre et objectifs du présent rapport d'expertise

L'analyse de l'Offre fait apparaître deux caractéristiques importantes : il s'agit d'une offre (i) obligatoire, qui intervient à la suite de l'acquisition d'un bloc de contrôle par l'Initiateur, et (ii) qui est susceptible, sous certaines conditions, de déboucher sur l'expropriation des actionnaires minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs titres à l'Offre.

Premièrement, l'Offre est une offre « obligatoire » en ce sens qu'elle est lancée, conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition d'un bloc de titres représentant plus de 30% du capital. Si le lancement de l'Offre est obligatoire pour l'Initiateur, les Actionnaires Minoritaires n'en restent pas moins libres d'y répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres.

Deuxièmement, l'Offre est susceptible de déboucher sur l'expropriation des actionnaires minoritaires résiduels. En effet, dans le cas où l'Offre serait plébiscitée par le marché (plus précisément, dans le cas où les actions non apportées à l'Offre ne représenteraient pas plus de



10 % du capital et des droits de vote), l'Initiateur a indiqué qu'il se réservait la possibilité de demander, conformément à la réglementation boursière, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

La désignation d'un expert indépendant est dès lors requise par la réglementation boursière pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, comme nous l'avons rappelé, les Vendeurs ont conclu avec l'Initiateur un contrat d'acquisition, en date du 8 janvier 2020, portant sur les titres qu'ils détiennent. Un avenant à ce contrat d'acquisition a été signé en date du 1^{er} juillet 2020. En vertu de cet accord, l'Initiateur a acquis un bloc représentant 61,34 % du capital de la Société le 28 juillet 2020 et est aujourd'hui majoritairement représenté au sein du Conseil d'Administration de cette dernière

Dès lors, la désignation d'un expert indépendant est requise, car l'Offre est susceptible de générer, au sein du Conseil d'Administration des conflits d'intérêts de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé que les administrateurs doivent rendre sur l'intérêt de l'Offre (article 261-1, alinéa I-1^o, 2^o et 4^o). Il y a également lieu de s'interroger sur les conditions financières des différents accords que les actionnaires contrôlants de la Société et le Management ont conclu avec l'Initiateur, préalablement à l'Offre, et sur l'impact éventuel de ces accords sur l'équité des conditions financières de l'Offre.

Par ailleurs, étant donné que le retrait obligatoire des titres de la cote est visé, la Société cible doit obligatoirement désigner un expert indépendant (Règlement général de l'AMF, article 261-1, alinéa II).

Dans ce contexte, le présent rapport d'expertise a plusieurs objectifs : (i) s'assurer que les conditions financières de l'Offre n'ont pas été biaisées par d'éventuels conflits d'intérêts, (ii) s'assurer du caractère équitable du Prix d'Offre dans le contexte d'une offre obligatoire, et (iii) s'assurer du caractère équitable du Prix d'Offre dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire.

Enfin, à travers l'évaluation des titres de la Société, ce rapport vise également à éclairer les administrateurs indépendants de la Société sur l'intérêt que présente l'Offre d'un point de vue financier pour les Actionnaires Minoritaires.

3.3. Appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre

3.3.1. Caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard des accords conclus avec les dirigeants et actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération

Comme nous l'avons rappelé plus haut, dans le cadre de l'Opération, certains actionnaires et dirigeants de la Société ont conclu le 8 janvier 2020 un contrat d'acquisition avec l'Initiateur. D'après les termes du contrat, les Vendeurs cédaient un bloc de 4 077 987 actions *Le Bélier*, représentant près de 62 % du capital, pour un prix unitaire de l'action *Le Bélier* de 38,18 €.

S'agissant des actions détenues par M. Philippe Dizier, le contrat d'acquisition ne couvre que 269 265 des 271 365 actions détenues. M. Philippe Dizier s'est engagé à apporter le solde de ses actions à l'Offre (soit 2 100 actions, détenues au travers d'un plan d'épargne en actions). Sur les 269 265 actions détenues par M. Philippe Dizier et visées par le contrat d'acquisition, 40 390 actions ne seront cédées que lorsque celui-ci quittera ses fonctions actuelles au sein de la Société,

conformément aux articles L. 225-197-1 II et suivants du Code de commerce et aux stipulations des plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société.

A la suite de la pandémie de Covid-19, un avenant au contrat du 8 janvier a été signé le 1^{er} juillet 2020 entre les différentes parties prenantes, dans un contexte économique radicalement différent. Cet avenant fait apparaître une baisse du prix de cession des actions détenues par *Copernic*, de 38,18 € à 35,12 € par action. S'agissant des actions cédées par MM. Philippe Galland et Philippe Dizier, l'avenant ne modifie pas le prix de cession, qui reste inchangé par rapport au prix initialement offert de 38,18 €. Cet avenant ne modifie aucune autre clause du contrat d'acquisition initial.

Nous avons pu vérifier que le contrat d'acquisition et son avenant ne comportait aucune clause de complément de prix ou toute autre clause susceptible d'avoir un impact sur les conditions financières de l'Offre.

Dans un courrier daté du 29 septembre 2020, le Management nous a confirmé que, à sa connaissance, il n'existait pas d'autres accords avec les différentes parties prenantes à l'Offre et susceptibles d'influer sur les conditions financières de l'Offre.

3.3.2. Caractère équitable du Prix dans le seul cadre de la présente Offre

Comme indiqué plus haut, l'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur d'un bloc de contrôle représentant 61,34 % du capital de la Société au prix de 35,12 € par action, s'agissant des actions cédées par *Copernic*, et de 38,18 € par action, s'agissant des actions cédées par MM. Philippe Galland et Philippe Dizier, sans clause de complément de prix au bénéfice des Vendeurs.

En raison de la réglementation boursière, la présente Offre est une offre obligatoire du point de vue de l'Initiateur. En revanche, du point de vue des Actionnaires Minoritaires destinataires de l'Offre, il s'agit d'une offre « facultative » à laquelle ces actionnaires sont libres de répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres.

Dans ce contexte, le respect de l'équité de l'offre repose sur le seul principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires, comme attesté par les conditions imposées sur la fixation du prix d'offre dans le Règlement Général de l'AMF : « *Lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2 et 234-5, le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre* » (article 234-6).

Sur cette base, on peut d'ores et déjà conclure que, dans le seul cadre de la présente Offre, le Prix d'Offre de 38,18 € est équitable pour les Actionnaires Minoritaires.

3.3.3. Caractère équitable du Prix dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire

Conformément à la réglementation boursière, dans l'hypothèse où les actionnaires de Le Bélier n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de *Le Bélier*, l'Initiateur envisage la possibilité de demander à l'AMF le retrait obligatoire des actions non apportées à l'Offre moyennant l'indemnisation de leurs titulaires sur la base du Prix d'Offre.

Dans ce cas, le Prix d'Offre est donc aussi un prix d'indemnisation dont l'équité doit être appréciée au regard des deux considérations suivantes.

-
- (i) Le Prix d'Offre doit intégrer de façon satisfaisante la valeur des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires actuels et conduite par le management en place (ci-après « **Valeur Intrinsèque** » des titres de la Société).
 - (ii) Le Prix d'Offre doit également intégrer une quote-part des synergies attendues du rapprochement avec *Le Bélier*. De ce fait, le Prix d'Offre doit faire ressortir une prime par rapport aux estimations issues de l'évaluation multicritères mise en œuvre pour estimer la Valeur Intrinsèque. Il appartient alors à l'expert de qualifier cette prime (notamment, lorsque cela est possible, par la mesure explicite de la valeur de ces synergies, ou, à défaut, au regard des niveaux de primes « couramment observés » dans des opérations similaires en termes de potentiel de synergies et de rapport de force entre vendeur et acquéreur au moment de la transaction), puis de conclure sur cette base sur le caractère équitable du prix d'indemnisation proposé.

La section 4 du présent rapport s'intéresse à la première considération en procédant à l'estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action *Le Bélier*, conformément aux prescriptions de la réglementation boursière en pareilles circonstances.

S'agissant des synergies, aucune des composantes identifiées à la section précédente ne peut être précisément mesurée à la date du présent rapport. En effet, les synergies de revenus sont par nature incertaines et délicates à mettre en œuvre et donc difficiles à estimer. Dès lors, le caractère « raisonnable » de la fraction des synergies intégrée dans le prix d'Indemnisation sera apprécié sur la base de la « prime de contrôle » que ce prix fera apparaître par rapport à la Valeur Intrinsèque. Plus précisément, le niveau de cette prime sera comparé au niveau de prime typiquement observé dans des opérations similaires où le contrôle de la société cible par la société acquéreuse permet une création de valeur pour les actionnaires des deux sociétés, tout en gardant à l'esprit que les Actionnaires Minoritaires visés par l'Offre ne supporteront pas, par construction, les risques liés à la matérialisation effective des différentes composantes des synergies.



4. Estimation de la Valeur Intrinsèque des titres Le Bélier

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action *Le Bélier*. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Conformément à la recommandation AMF n 2006-15 relative à l'expertise indépendante, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

4.1. Estimation de la valeur fondée sur les références d'évaluation disponibles

4.1.1. Actif net comptable consolidé

Dans le cas présent, l'actif net comptable par action ne peut être considéré comme une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, notamment parce qu'il n'intègre pas les perspectives futures de croissance et de rentabilité de la Société.

Pour mémoire, au 30 juin 2020, l'actif net comptable de la Société ressort à 154,9 m€, soit 23,7 € par action (il était de 25,6 € par action au 31 décembre 2019).

4.1.2. Cours de bourse

Comme indiqué précédemment (section 2.2), les conditions d'une bonne efficacité du marché du titre *Le Bélier* ne sont pas réunies : taille limitée du flottant, faible volume des échanges journaliers et une information publique restreinte. De telles caractéristiques expliquent d'ailleurs que le titre soit peu suivi par les sociétés de bourse et les départements spécialisés des banques.

En outre, le cours de bourse avant Offre de *Le Bélier* reflète une situation de marché qui ne tient pas compte des effets de la crise sanitaire associée à la pandémie Covid-19, qui a conduit à une forte détérioration de la situation économique mondiale. Plus particulièrement, on observe depuis le début de l'année une forte baisse des cours de bourse des sociétés du secteur qui traduit la contraction des volumes d'activité attendue dans les années à venir.

Pour ces différentes raisons, nous considérons que le cours de bourse avant Opération ne peut constituer une référence pertinente pour déterminer la Valeur Intrinsèque de la Société.

A titre d'information, le Prix d'Offre fait ressortir une prime de 40 % par rapport aux cours moyens pondérés à 3 et 6 mois et une prime de 29 % par rapport au cours *spot* la veille de l'annonce de l'Opération. Le Prix d'Offre est également supérieur au maximum enregistré sur les 12 derniers mois précédant l'annonce de l'Opération (36,3 € le 17 avril 2019).

4.1.3. Prix cible des analystes financiers

Le titre *Le Bélier* est suivi par deux sociétés d'analyse financière, *Gilbert Dupont et Midcap Partners*. *Gilbert Dupont* assure la liquidité du titre en tant que *liquidity provider*.

Le tableau ci-après présente les derniers prix cibles affichés par les analystes avant l'annonce de l'Opération. Le Prix d'Offre fait ressortir une prime de près de 40 % par rapport à la moyenne.



Le Bélier - Prix cibles et recommandations avant annonce de l'Opération

Analyste	Date	Recommandation	Cours (en €)		
			Veille de la publication	Prix cible	Upside / downside
Gilbert Dupont	4-nov.-19	Accumuler	27,3	28,2	3,3 %
Midcap Partners	24-oct.-19	Achat	25,0	26,8	7,4 %
Moyenne				27,5	

Source : Capital IQ

L'analyse historique comparée des évolutions du cours de bourse de *Le Bélier* et des prix cibles des analyses financiers montre que ces derniers ont tendance à suivre l'évolution du cours sans prendre de position marquée sur la Valeur Intrinsèque du titre.

De plus, tout comme le cours de bourse, les prix cibles affichés n'intègrent pas les effets de la crise actuelle.

Sur ces bases, nous considérons qu'il n'existe pas dans le cas présent de « prix cibles » publiés par les analystes financiers susceptibles de constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque de la Société.

4.1.4. Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas eu connaissance de transaction significative sur le capital de la Société au cours des douze derniers mois, autre que l'acquisition de la participation majoritaire (représentant environ 62 % du capital) par l'Initiateur le 28 juillet 2020, qui a conduit, conformément à la réglementation boursière, à la présente Offre.

Comme on l'a rappelé en introduction du présent rapport, cette transaction s'est déroulée en deux phases.

- Le 8 janvier 2020, les Vendeurs ont annoncé avoir signé un contrat de cession au prix de 38,18 € par action pour l'acquisition d'une participation majoritaire représentant environ 61,96 % du capital de la Société.
- Quelques mois plus tard, dans un contexte économique radicalement modifié, les Vendeurs ont annoncé avoir conclu un avenant au contrat de cession visant à amender le prix par action de la Société à percevoir par *Copernic* pour la cession de sa participation dans *Le Bélier*. Selon les termes de cet avenant, ce prix est porté à 35,12 €, étant précisé que le prix perçu pour les actions détenues directement par MM. Philippe Galland et Philippe Dizier reste inchangé à 38,18 €.

Le prix de 35,12 € par action payé à *Copernic* est une référence clé pour l'appréciation du caractère équitable du prix d'indemnisation pour les Actionnaires Minoritaires, mais ne peut être considéré comme une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions *Le Bélier* dans la mesure où, portant sur un bloc de contrôle, il inclut très probablement une prime.

4.1.5. Manifestations d'intérêt antérieures à l'opération

Le processus ayant abouti à l'Opération a été initié début 2018. De nombreux acquéreurs potentiels, tant industriels que financiers, ont été invités au processus de vente, mais aucune offre n'a été jugé satisfaisante par *Copernic*, soit du fait du prix proposé, soit du fait de l'absence de financement.

A l'issue de cette première phase non concluante, de nouvelles discussions ont été initiées avec certains acquéreurs potentiels, après la mise à disposition d'informations supplémentaires et



notamment de rapports de *due diligence* financière et commerciale. C'est au cours de cette seconde phase que l'Initiateur a approché la Société.

Ainsi, aucune offre ferme n'a été reçue préalablement à l'Opération. Par ailleurs, toutes les offres indicatives ont été remises mi-2018, dans un contexte économique radicalement différent de celui d'aujourd'hui.

Par conséquent, il n'existe pas de manifestation d'intérêt antérieure à l'Opération qui soit susceptible de constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque de la Société.

4.2. Estimation de la Valeur Intrinsèque fondée sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles

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

Pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque, nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur du portefeuille d'activités (ou « valeur d'entreprise ») avant prise en compte des effets du rapprochement des deux groupes, (ii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs/passifs hors exploitation courante, (iii) et enfin, par solde entre ces deux composantes, la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais s'avèrent, dans la pratique, trop difficiles à mettre en œuvre pour fournir une estimation fiable de la valeur des capitaux propres. En effet, la première nécessite de nombreuses hypothèses quant à la structure de financement future de la société évaluée, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation du portefeuille d'activités de *Le Bélier* sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir la méthode DCF (pour *Discounted Cash Flows*), la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables. Pour les raisons exposées plus loin (cf. *infra*, sections 4.4 et 4.5), les deux méthodes relevant de l'approche analogique n'ont pu être mise en œuvre de façon satisfaisante et ne permettent pas d'obtenir des résultats pertinents dans le présent contexte.

Avant de présenter, les résultats de la méthode DCF (cf. *infra*, section 4.3.4), qui conclut sur la Valeur Intrinsèque de la Société, nous présentons les deux autres éléments qui permettent d'estimer la Valeur Intrinsèque des titres *Le Bélier*, à savoir l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation courante (section 4.2.2) et le nombre de titres dilué (section 4.2.3) à la date d'évaluation.



4.2.2. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante

L'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après. Nos travaux d'évaluation sont fondés sur le dernier bilan de *Le Béliér* disponible à la date des présentes, à savoir le bilan arrêté au 30 juin 2020.

Trésorerie nette avant application de la norme IFRS 16

La dette financière de *Le Béliér* au 30 juin 2020 est constituée (i) des emprunts bancaires pour un montant de 115,5 m€, (ii) des locations financières et crédits-baux mobiliers et immobiliers pour un montant de 3,7 m€ et (iii) des instruments financiers pour un montant de 0,5 m€.

Sur cette base, nous avons considéré un endettement financier total de 119,7 m€ au 30 juin 2020. Après prise en compte de la trésorerie disponible, soit 124,5 m€, la trésorerie nette de la Société s'élève à 4,9 m€ au 30 juin 2020.

Dette relative aux contrats de location simple (IFRS 16)

L'endettement relatif aux contrats de location simple reconnu en vertu de la norme IFRS 16 (1,3 m€ au 30 juin 2020) n'est pas retenu comme élément de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

En effet, la charge de loyers associée aux contrats de location simples a été directement prise en compte dans les flux de trésorerie utilisés dans le cadre de la méthode DCF et dans les agrégats retenus dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières et de la méthode des transactions comparables.

Provisions pour retraites

La provision pour retraites et assimilés, nette des actifs de régimes afférents, correspond aux droits acquis par les salariés de *Le Béliér* à date. Comme la charge de désactualisation (*interest cost*) des engagements de retraite est comptabilisée dans le résultat financier et non dans les frais de personnel, cette provision (nette de l'impact fiscal) a été intégrée dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Dans le cadre d'une évaluation financière, il convient également de prendre en compte les droits que les salariés acquerront dans le futur. Sur la base des informations communiquées par le Management, nous comprenons que la valeur de ces droits futurs, appréhendée à travers le *service cost* n'est pas pris en compte dans les prévisions de marge opérationnelle et donc dans les *free cash flows* futurs de la Société. Nous avons donc intégré cet élément dans les prévisions du Management comme expliqué dans la section 4.3.1.

Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables

La Société a enregistré des pertes au cours des années précédentes, le stock de déficits fiscaux reportables en France et au Mexique s'élevant respectivement à 28,1 m€ (y compris le stock non activé) et 4,1 m€ au 31 décembre 2019⁹.

Pour estimer les économies fiscales afférentes à ces déficits, nous nous sommes appuyés sur la décomposition du résultat imposable sur la période couverte par les Prévisions. Nous avons

⁹ Dernière estimation disponible communiquée par le Management.

simulé l'utilisation de ces déficits en considérant les résultats imposables futurs de la Société, sans limitation dans le temps, et sur la base des taux d'impôt français et mexicain. La valeur actuelle de ces économies fiscales a ensuite été estimée en utilisant le même taux d'actualisation que celui retenu pour estimer la valeur d'entreprise de la Société (cf. *infra*).

Pour la méthode DCF, la valeur des déficits fiscaux a été déterminée dans chacun des deux scénarios envisagés.

Ajustement du BFR

Le BFR de la Société au 30 juin 2020 correspond à un niveau légèrement plus bas par rapport au niveau moyen observé sur l'année

Afin de refléter la véritable intensité capitalistique de l'activité dans la détermination des flux prévisionnels générés par l'activité (notamment pour la détermination du flux normatif dans le cadre de la méthode DCF), nous avons ajusté le bilan au 30 juin 2020 de manière à replacer la Société dans une situation « moyenne » de BFR et donc de trésorerie. Plus précisément, nous avons d'abord déterminé le niveau de BFR opérationnel moyen en pourcentage de chiffre d'affaires sur la base des niveaux moyens retenus dans les Prévisions. Ensuite, nous avons ajusté le bilan au 30 juin 2020 en ajoutant simultanément au BFR et à l'endettement financier net un montant égal à la différence entre le BFR comptable au 30 juin 2020 et le BFR moyen estimé à cette date.

Autres éléments pris en compte

Dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur de capitaux propres, nous avons également intégré les provisions pour litiges (avec des salariés et des clients et / ou des fournisseurs) pour un montant de 0,4 m€.

Synthèse

Le tableau ci-après fournit une présentation synthétique des éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Le Bélier - Trésorerie nette et autres actifs / passifs hors exploitation courante au 30 juin 2020

<i>en m€</i>	Bas	Haut
Trésorerie et équivalent de trésorerie	124,5	124,5
- Dettes financières	119,7	119,7
- Provisions pour retraites (nettes d'impôt)	3,9	3,9
- Autres provisions	0,4	0,4
+ Valeur actualisée des déficits fiscaux reportables	3,4	3,7
- Ajustement du BFR	3,7	3,7
= Trésorerie nette et autres actifs (passifs) hors exploitation courante au 30 juin 2020	0,3	0,6

Sources : Rapport financier semestriel 2020 et analyses Accuracy

4.2.3. Nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur de l'action à partir de la valeur estimée des capitaux propres

La détermination du nombre d'actions pris en compte pour estimer la valeur unitaire des actions à partir de la valeur des capitaux propres est détaillée dans le tableau ci-après.

Le calcul s'appuie sur le nombre total d'actions émises, diminué du nombre d'actions auto-détenues en date du 30 juin 2020. La Société n'a émis aucun instrument dilutif ou donnant accès au capital.

Le Bélier - Nombre d'actions au 30 juin 2020

#	
Nombre d'actions	6 582 120
- Nombre d'actions auto-détenues	35 754
= Nombre d'actions, net du nombre d'actions auto-détenues	6 546 366

Sources : Document de référence 2019 et Management

4.3. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode DCF

4.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

Période couverte par les Prévisions (2020-2022)

L'estimation des flux de trésorerie prévisionnels sur la période 2020-2022 s'est appuyée sur les Prévisions préparées en juin 2020 par le Management de *Le Bélier* et non sur le dernier plan d'affaires approuvé par le Conseil d'Administration en décembre 2019.

En dépit du fait que ces Prévisions ont été préparées avec un moins grand degré de finesse que celui attaché au processus de construction budgétaire habituel, celles-ci représentent à ce jour (y compris après la publication des résultats du premier semestre 2020) les meilleures estimations de la performance future de la Société. Plus particulièrement, à la différence du Plan d'Affaires 2019, les Prévisions intègrent les dernières prévisions de production de véhicules (selon LMC Automotive et IHS Markit) ainsi que la performance réalisée à fin avril 2020, et donc les effets attendus de la pandémie Covid-19.

Nous avons réintégré les éléments suivants dans l'EBITDA, tel qu'il ressort des Prévisions :

- une estimation des charges de loyers relatives à la norme IFRS 16 comptabilisées en dotations aux amortissements et en résultat financier, dans l'objectif de (i) permettre une meilleure comparaison du plan d'affaires avec la performance historique et (ii) d'obtenir une vision des flux de trésorerie plus pertinente du point de vue de l'analyse du modèle économique et des risques de la Société,
- le *service cost* relatif aux droits que les salariés acquerront dans le futur,
- les coûts exceptionnels qui seront décaissés en 2020 pour un montant total de 4,1 m€, dont 2,5 m€ de frais liés à l'Opération (selon les dernières estimations du Management)¹⁰.

Comme évoqué plus haut, la valeur des déficits fiscaux reportables n'a pas été prise en compte dans les flux de trésorerie futurs, mais dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. Dès lors, pour le calcul des flux de trésorerie futurs, nous avons considéré une charge d'impôt théorique fondée sur la répartition par zone géographique du résultat imposable sur l'horizon des Prévisions.

Période d'extrapolation (2023-2029)

Au-delà de l'horizon relativement court des Prévisions, nous avons considéré une période d'extrapolation de sept ans, portant ainsi la période de prévisions explicites à dix ans. Le choix de la durée de cette période d'extrapolation se justifie tout d'abord par l'existence d'un potentiel de croissance sur les années suivant celles couvertes par les Prévisions. En effet, comme évoqué à plusieurs reprises, la recherche constante d'allègement des véhicules favorise les pièces en

¹⁰ Supposer à l'inverse que les frais exceptionnels liés à l'Opération seraient un élément de dissynergie, et par conséquent non constitutif de la Valeur Intrinsèque de la Société, aurait un impact positif de 0,39 € sur notre évaluation. Comme nous le verrons, cette hypothèse n'est pas susceptible de modifier nos conclusions quant à l'appréciation du caractère équitable de l'Opération.



aluminium qui présentent un rapport coût / poids intéressant pour les constructeurs et des meilleures propriétés de recyclage que d'autres matériaux. Par ailleurs, les menaces qui pèsent sur certains produits développés par *Le Bélier* (notamment les maîtres-cylindres et les turbos) ne devraient se matérialiser que dans un horizon lointain.

Sur la durée de la période d'extrapolation, les flux de trésorerie ont été déterminés sur la base des hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires : nous avons supposé un taux de croissance annuel différencié par gamme de produits, en nous appuyant sur nos échanges avec le Management et sur plusieurs études de marché. Au total, nous retenons une croissance du chiffre d'affaires de plus de 3 % par an sur la période, soit une croissance supérieure de 1,5 point à celle anticipée sur le marché automobile dans son ensemble¹¹. Cette tendance est en ligne avec la surperformance historique de la Société par rapport au secteur.
 - Sur le segment Freinage, nous avons supposé un taux de croissance annuel en ligne avec celui observé sur la période des Prévisions, soit +4 %. La surperformance par rapport au marché automobile est justifiée à la fois par le positionnement de *leader* de la Société dans ce segment (notamment en Europe) et par les opportunités significatives qu'anticipe le Management au Mexique sur les années à venir.
 - Sur le segment Châssis / Structure, nous avons retenu un taux de croissance moindre (de l'ordre de +3 % par an). Bien que ce segment soit également attendu en forte croissance dans les années à venir¹², la Société ne dispose pas du même positionnement ni du même savoir-faire que sur le Freinage. Les opportunités qui s'offrent à la Société sur ce segment sont dès lors plus limitées.
 - Sur le segment Admission d'air, nous avons supposé un taux de croissance de +1 % par an. La Société enregistre une croissance supérieure à celle du secteur (prévue en légère baisse¹³), car elle bénéficie du développement des voitures hybrides, compte tenu du poids important des turbos dans son mix produits. La croissance sur ce segment reste néanmoins limitée en raison du niveau élevé de concurrence.
- Marge d'EBITDA : stable sur toute la période d'extrapolation à 15,0 %, soit le niveau moyen historique observé entre 2010 et 2019 ;
- Investissements : stables sur toute la période d'extrapolation à 8 % du chiffre d'affaires, en ligne avec le niveau moyen observé entre 2010 et 2019 et considéré comme normatif par le Management. Ce niveau d'investissement inclut le renouvellement des produits et une amélioration graduelle de la technologie pour répondre à l'évolution des besoins de clients.

Le reste des hypothèses retenues pour la période d'extrapolation est en ligne avec les hypothèses des Prévisions, notamment en ce qui concerne le taux d'imposition et la variation du besoin en fonds de roulement.

¹¹ Selon des études récentes réalisées par les cabinets de conseil en stratégie *BGC* et *McKinsey*, la croissance du nombre de voitures vendues par an sur la période 2019-2030 est prévue entre 1 % et 2 %.

¹² Etude réalisée par le cabinet *Roland Berger* en 2020, selon laquelle le marché de la fonderie aluminium sur les segments Freinage et Châssis est attendu en croissance de près de 6 % par an entre 2019 et 2030

¹³ Etude réalisée par le cabinet *Roland Berger* en 2020, selon laquelle le marché de la fonderie aluminium sur le segment « Transmissions des moteurs à combustion interne » est attendu en baisse de 1 % par an entre 2019 et 2030



4.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur terminale au terme de l'horizon de prévisions explicites (soit 2030) a été déterminée par la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

Afin de tenir compte des menaces qui pèsent sur la pérennité de certains produits et des incertitudes quant à la pertinence de la technologie de fonderie par gravité à long terme, nous avons retenu deux scénarios qui se différencient à la fois sur le volume d'activités et sur le niveau de rentabilité.

Dans chacun des deux scénarios, afin d'estimer le flux normatif, nous avons déterminé le flux de trésorerie, non pas à partir de la méthode usuelle¹⁴, mais en nous fondant sur la rentabilité économique¹⁵. Cette approche, rigoureusement équivalente à la méthode usuelle, a selon nous le mérite d'être plus économe en hypothèses, puisque, le taux de croissance perpétuelle de l'activité et le niveau de capitaux employés étant connus, seul le niveau de rentabilité économique doit être estimé.

Dans un scénario haut, nous avons supposé que la Société parviendrait à maintenir son volume d'activités, grâce à la croissance du segment Freinage et potentiellement au développement de nouveaux produits au travers de nouvelles technologies. Nous avons également supposé que la Société préserverait une rente économique (mesurée par la différence entre la rentabilité des capitaux employés et le coût du capital), mais réduite de moitié par rapport au niveau atteint en fin de période d'extrapolation (2029). Cette décote est justifiée par l'intensification de la concurrence dans le secteur, l'érosion progressive et partielle du savoir-faire de la Société, ainsi que les investissements indispensables dans d'autres techniques de fonderie pour soutenir le niveau d'activité. La rentabilité normative des capitaux employés de la Société a ainsi été fixée à un niveau supérieur d'environ 2 points au coût du capital, soit 11,4 %. Le scénario haut apparaît dès lors comme un scénario relativement optimiste qui intègre *a priori* une partie des synergies attendues du rapprochement avec l'Initiateur. En effet, le maintien du volume d'activité et d'une rente économique, soit l'hypothèse centrale qui permet de déterminer le flux de trésorerie normatif, ne semble possible que grâce à l'accès à des technologies complémentaires à la fonderie par gravité, dont dispose *Wencan*.

Dans un scénario bas, nous avons supposé une perte de volume d'activité, correspondant à la moitié du chiffre d'affaires réalisé sur les produits menacés (30% du chiffre d'affaires), et la disparition de toute rente économique. La rentabilité normative des capitaux employés de la Société s'établit ainsi au coût du capital, soit 9,1 %.

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 1,5%. Ce taux est voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme dans la zone Euro et cohérent avec les composantes implicites du taux sans risque prises en compte dans la détermination du taux d'actualisation (cf. *infra*).

¹⁴ Le flux de trésorerie à dette nulle pour la période t peut s'exprimer de la façon suivante :

$$F_t = \text{EBIT} (1 - T) - I + A - \Delta\text{BFR}$$

Avec T : le taux d'impôt normatif

I : le montant d'investissement normatif

A : le montant d'amortissement normatif

ΔBFR : la version de BFR normative

¹⁵ On a alors

$$F_t = (\text{ROCE} - g) \cdot \text{CE}_{t-1}$$

Avec ROCE : la rentabilité économique normative, soit $\text{EBIT} (1-T) / \text{CE}_{t-1}$

g : le taux de croissance perpétuelle

CE_{t-1} : les capitaux employés de l'activité de début de période

On retrouve l'équation précédente en remarquant que $(I - A + \Delta\text{BFR})$ correspond à la croissance normative des capitaux employés en valeur absolue (soit $g \cdot \text{CE}_{t-1}$).



4.3.3. Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les flux de trésorerie espérés de la Société. Le taux d'actualisation à utiliser, couramment désigné par l'acronyme WACC, peut être estimé de deux manières différentes. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l'actif économique de l'entreprise (ou « coût d'opportunité du capital ») qui est la source des *free cash-flows* ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le *pool* de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*).

L'approche du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à prendre en compte les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. Enfin, elle est source d'erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe.

Pour cette raison, nous préférons utiliser l'approche alternative selon laquelle les flux espérés sont actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »). Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l'actif économique de l'entreprise. Pour obtenir ce coût d'opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l'activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) selon lequel le coût d'opportunité du capital (k_a) est égal à :

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_M$$

où : R_F = taux d'intérêt sans risque ou loyer de l'argent

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_M = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

Taux d'intérêt sans risque exigé par les investisseurs (R_F)

La crise financière de 2007-2009 et la crise des dettes publiques en Europe ont ouvert une période de volatilité inhabituelle des taux de rendement des emprunts d'Etat.

Peu après le début de la crise, la Fed et la Banque centrale européenne ont rapidement baissé leurs taux d'intérêt indicateurs (à près de 0%), entraînant une chute des rendements actuariels des obligations d'Etat. La crise des dettes souveraines a ensuite marqué une certaine polarisation au sein de la zone Euro avec (i) d'un côté une baisse des taux de rendement des pays considérés comme « sûrs » en termes de risque de crédit (*flight-to-quality*) et (ii) de l'autre une forte hausse des taux de rendement dans les pays tels que la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

De plus, afin de soutenir leurs économies, la Fed (fin 2011), suivie par la BCE (en 2015), ont eu recours à l'injection massive de capitaux via le rachat d'instruments financiers (*quantitative easing* ou QE). Conséquence directe de cette politique, les taux de rendement des obligations souveraines ont enregistré une forte baisse jusqu'à extérioriser des niveaux inférieurs aux perspectives d'inflation. Les dernières déclarations des banques centrales, à la suite de la crise



sanitaire actuelle, suggèrent d'ailleurs la poursuite du *quantitative easing* si bien que cet environnement de taux bas pourrait perdurer.

Si elle peut s'envisager à court/moyen terme cette situation n'est pas acceptable à long terme, car elle viendrait remettre en question la notion même de valeur temporelle de l'argent (ou « *time value of money* ») à la base des modèles d'évaluation usuels. Dans ce contexte, nous considérons que les rendements actuariels observés sur les obligations d'Etat ne constituent pas une référence de taux sans risque satisfaisante et préconisons de recourir à une approche normative, dérivée de l'équation de Fisher :

$$\text{Taux sans risque (nominal)} = \text{taux d'intérêt réel} + \text{inflation attendue à long terme}$$

Deux solutions équivalentes peuvent alors être envisagées, qui ont des conséquences dans nos travaux à la fois sur la mesure du taux sans risque, mais aussi sur l'estimation du taux de croissance perpétuelle (cf. *supra*) :

- Considérer que nous sommes entrés dans une ère de taux d'intérêt durablement bas, avec un niveau d'inflation faible (proche de zéro). Il s'agit alors d'estimer le taux sans risque sur la seule base du taux d'intérêt réel et de considérer un taux d'inflation nul à court, moyen et long termes. La conséquence est alors que le taux de croissance perpétuelle retenu dans l'évaluation (cf. *supra*), qui correspond au taux d'inflation à long terme, doit également être fixé à zéro. Cette approche est toutefois difficile à mettre en œuvre puisque la plupart des plans d'affaires d'entreprises reposent sur des taux d'inflation non nuls, généralement proches des taux historiques moyens.
- Considérer que les taux d'intérêts devraient revenir vers un niveau normatif à long terme. Il s'agit alors d'estimer le taux d'intérêt réel et d'estimer un taux d'inflation de long terme, cohérent avec celui retenu pour l'estimation du taux de croissance perpétuel. C'est cette seconde approche que nous avons retenue dans nos travaux

S'agissant du taux d'intérêt réel, nous retenons un taux d'intérêt réel exigé par les investisseurs sur une maturité courte de 1,0 %, en ligne, par exemple avec le rendement moyen des bons du Trésor observé sur la période 1900-2018 par *Dimson, Marsh et Staunton*¹⁶ au Canada (1,5 %), en Grande-Bretagne (1,2 %) et aux États-Unis (0,9 %) ¹⁷. S'agissant de taux d'intérêt réel, une fois corrigé de l'effet de l'inflation, qui est l'un des principaux facteurs de différence entre les taux d'intérêts des pays, l'absence de quelques grands pays européens, comme l'Allemagne ou la France, ne nous semble pas remettre en cause nos conclusions. Par ailleurs, rappelons que la prime de risque de marché reprise dans le cadre de nos travaux (cf. *supra*) repose également sur cette même estimation de 1 %.

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la Zone Euro, celui-ci peut être estimé à 1,5 % (soit un niveau voisin de celui observé en 2019 et un peu inférieur à l'objectif de 2 % retenu par la BCE).

Sur ces bases, le taux d'intérêt sans risque (R_F) retenu par Accuracy s'établit à 2,5 % (soit : 1,0 % + 1,5 %).

¹⁶ *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook* (Edition 2019), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.

¹⁷ L'Allemagne, l'Italie ou la France n'ont pu être retenues, car les bons du Trésor de ces pays ont extériorisé en moyenne sur 1900-2018 une rentabilité négative (respectivement -0,5 %, -1,6 % et -2,4 % sur la période 1900-2018) en termes réels en raison d'épisodes non anticipés de forte inflation. Dès lors, les pays anglo-saxons retenus apparaissent comme les proxys les plus pertinents pour estimer le taux réel.



Prime de risque de marché anticipée (P_M)

S'agissant de la PRM, nous nous référons à nouveau aux travaux de *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* qui s'appuient sur une approche dite « historique ajustée ». En effet, les deux approches traditionnellement utilisées pour estimer la PRM (approche historique et approche prospective) ne permettent pas d'obtenir des estimations suffisamment fiables et cohérentes dans le temps de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché action.

Dans l'édition 2019 du "*Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook*", *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* se fondent ainsi sur 119 années de données pour estimer à 5,0 % la PRM (par rapport à un taux sans risque basé sur les bons du Trésor).

Bien que cette estimation soit cohérente avec leur étude initiale de 2006, nous estimons que la stabilité de la PRM estimée depuis le début des années 2000 peut être questionnée au regard des trois considérations suivantes.

- En premier lieu, après la fin de la guerre froide et l'avènement d'une mondialisation heureuse, les attentats du 11 septembre 2001 ont marqué un vrai changement dans la perception du risque géopolitique par les investisseurs, la visibilité offerte par la pérennité supposée de l'opposition Est-Ouest ayant fait place au sentiment d'insécurité provoqué par un multilatéralisme jugé incontrôlable.
- En deuxième lieu, la crise financière et boursière d'octobre 2008 a mis en lumière un risque systémique qui vient clairement limiter l'intérêt de la diversification internationale en termes de réduction du risque.
- En troisième lieu, alors qu'elle aurait dû favoriser la consommation et l'investissement en actifs risqués, la persistance de taux d'intérêt très bas en Europe et même l'avènement de taux d'intérêt négatifs ont paradoxalement provoqué une nette augmentation de l'épargne en actifs sûrs, ce qui traduit chez les investisseurs une peur indubitable du futur et un degré d'aversion pour le risque particulièrement élevé.

Au vu de ces éléments, il nous semble plausible que le mouvement de baisse enregistrée par la prime exigée amorcée sur la deuxième moitié du siècle dernier se soit inversé au début des années 2000 (augmentation de la prime de risque).

Cette hypothèse nous conduit donc à retenir une PRM légèrement plus élevée que celle estimée par *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton*. La prime de risque PRM retenue par Accuracy s'élève ainsi à 5,5 %.

Coefficient bêta de l'activité (β_a)

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15 % sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de

la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

Nous avons retenu le même échantillon de sociétés comparables que celui identifié dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, soit les cinq sociétés suivantes : *Grupo Industrial Saltillo*, *Martinrea International*, *Wuxi Lihu Corporation*, *Nissin Kogyo* et *Wencan* (cf. *infra*, section 4.4 pour plus de détail sur la sélection des groupes cotés comparables). Sur ces cinq sociétés, *Wuxi Lihu Corporation* et *Wencan* ont été exclues faute d'un historique de cours de bourse suffisamment long, ces sociétés ayant été introduites en bourse dans le courant de l'année 2018. *Grupo Industrial Saltillo* a également été exclue faute de régressions suffisamment significatives (R^2 inférieur à 15%).

En raison de la faiblesse statistique des coefficients bêtas observés et de l'effet sur les marchés financiers de la pandémie de covid-19, nous avons mené une analyse quantitative à plusieurs dates (31 décembre 2019, 30 juin 2020 et 25 septembre 2020), selon les modalités exposées ci-dessus. Ces analyses nous ont conduits à privilégier les coefficients bêta estimés sur des données non impactées par la crise liée à la pandémie de covid-19.

Nous avons ainsi retenu un coefficient bêta de 1,2, correspondant aux coefficients bêta désendettés moyens observés au 31 décembre 2019 sur période longue (4 et 5 ans) pour les deux sociétés finalement retenues *Martinrea International* et *Nissin Kogyo*.

Ce niveau de coefficient bêta issu d'une approche quantitative est cohérent avec celui donné par une approche qualitative. En effet, les deux déterminants du risque systématique qui pèse sur une activité (et donc sur son coefficient bêta) sont d'une part sa sensibilité à la conjoncture économique et d'autre part son levier opérationnel. D'un côté, l'exposition de l'activité de la Société au secteur automobile (secteur cyclique) confère un caractère particulièrement risqué à l'activité avec un niveau de dépendance à la situation économique supérieur à la moyenne. D'un autre côté, le levier opérationnel de la Société apparaît limité : la base de coûts (y compris les frais de personnel) est principalement variable et peut être adaptée en fonction du niveau d'activité à court et moyen terme. C'est d'ailleurs une des mesures mise en œuvre par la Société depuis quelques mois. Ces deux éléments justifient au total, un coefficient bêta désendetté légèrement supérieur à la moyenne.

Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 9,1 %, soit :

$$k_a = R_F + [\beta_a \times P_M] = 2,5 \% + [1,2 \times 5,5 \%] = 9,1 \%$$



4.3.4. Résultats de la méthode

Comme indiqué dans le tableau ci-après la méthode DCF fait ressortir une Valeur Intrinsèque des titres *Le Bélier* au 30 juin 2020 comprise entre 181,4 m€ et 213,5 m€, soit entre 27,7 € et 32,6 € par action.

Le Bélier - Valeur des capitaux propres		
en m€	Sc.Bas	Sc.Haut
Valeur d'entreprise au 30 juin 2020	181,1	212,9
+ Trésorerie nette et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30/06/2020	0,3	0,6
= Valeur de capitaux propres au 30 juin 2020	181,4	213,5
/ Nombre dilué d'actions	6,55	6,55
= Prix par action (€)	27,7	32,6

Sur cette base, le Prix d'Offre de 38,18 € par action proposé par l'Initiateur aux Actionnaires Minoritaires dans le cadre de l'Opération extériorise une prime par rapport à la Valeur Intrinsèque comprise entre 17 % et 38 %.

A titre d'information, nous avons effectué une analyse de sensibilité sur les deux paramètres qui nous semblent les plus délicats à estimer dans le cas présent, à savoir : (i) la quote-part de perte de chiffre d'affaires sur les produits menacés et (ii) la décote à appliquer à la rentabilité estimée en 2029 pour obtenir une estimation la rentabilité normative des capitaux employés.

Le Bélier - Analyse de sensibilité

		Décote rente économique				
		-	25 %	50 %	75 %	100 %
Perte de CA (produits menacés)	-	36,2 €	34,4 €	32,6 €	30,8 €	29,0 €
	25 %	35,0 €	33,3 €	31,7 €	30,0 €	28,4 €
	50 %	33,8 €	32,2 €	30,7 €	29,2 €	27,7 €
	75 %	32,4 €	31,0 €	29,6 €	28,3 €	26,9 €
	100 %	30,9 €	29,7 €	28,5 €	27,3 €	26,0 €

Nous présentons en annexe 3 du présent rapport des analyses similaires, pour différents taux d'actualisation compris entre 8,6% (-0,50 bps par rapport au taux retenu dans nos travaux) à 9,6% (+50 bps par rapport au taux retenu dans nos travaux).

Pour mémoire, nous utilisons un taux de croissance perpétuelle fixé à 1,5%, en ligne avec l'hypothèse de taux d'inflation long-terme retenue dans les hypothèses du taux d'actualisation. Pour le calcul de la valeur terminale, nous ne considérons donc pas de croissance du flux de trésorerie en termes réels. Nous présentons ci-dessous la sensibilité de nos résultats obtenus en scénario bas et scénario haut pour différentes valeurs de ce taux de croissance perpétuelle, toutes choses égales par ailleurs. En conséquence, nous attirons l'attention du lecteur sur l'hypothèse induite de croissance ou de décroissance, en termes réels, du flux de trésorerie normatif. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 1,0%, la valeur unitaire des titres *Le Bélier* s'établirait à 27,6 € en scénario bas et 32,1 € en scénario haut. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 2,0%, la valeur unitaire des titres *Le Bélier* s'établirait entre 27,9 € en scénario bas et 33,2 € en scénario haut.

4.4. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode des comparaisons boursières

Comme pour la méthode DCF, l'objectif de la méthode des comparaisons boursières est d'obtenir une estimation de la Valeur Intrinsèque de *Le Bélier*, c'est-à-dire la valeur du portefeuille d'activités de la Société en *stand alone*. Pour les raisons décrites précédemment (*cf. supra*,



section 2.3), nous considérons que les estimations de la Valeur Intrinsèque obtenues par la méthode des comparaisons boursières sont moins pertinentes que celles issues de la méthode DCF.

Choix des multiples pertinents

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparaisons boursières, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER – *Price Earnings Ratio*) qui ne permettent pas de prendre en compte les écarts éventuels de structure financière. De la même manière, nous avons également écarté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité. En outre, afin de limiter les biais liés à la prise en compte ou non par les analystes des nouvelles normes comptables (IFRS 16 et normes équivalentes), nous privilégions les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA.

Sélection d'un échantillon de sociétés comparables cotées

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

Dans un premier temps, afin de tenir compte du premier de ces déterminants (le risque systématique), nous avons considéré un échantillon large de sociétés (53 sociétés), considérées comme concurrentes de *Le Bélier*. Nous n'avons pas été en mesure d'identifier de société opérant à la fois sur les mêmes segments (pièces de freinage, d'admission d'air et de châssis) à destination d'autres équipementiers automobiles et utilisant un même matériau (l'aluminium) avec le même procédé technologique (fonderie sous gravité).

Nous avons ensuite écarté un grand nombre de sociétés ne répondant pas aux trois critères suivants.

- Nous avons exclu de notre échantillon les sociétés dont l'exposition au secteur automobile est inférieure à 70 %, ainsi que les producteurs d'aluminium. Les sociétés exclues sont au nombre de 14 : *Nabtesco, George Fischer, Bharat Forge, JOST Werke, Mangata Holding, Nippon Light Metal, Alumetal, Acerinox, NI Hsin Resources, Nippon Yakin Kogyo, Grupa Kety, Amag Austria Metall, Halla Holdings Corporation, Knorr-bremse*.
- Nous avons également exclu de notre échantillon les 19 sociétés qui produisent des systèmes / pièces sur d'autres segments et avec d'autres matériaux, les prévisions à moyen et long terme de ces marchés étant présumées différentes, à savoir : *Akwel, Sogefi Group, Plastivaloire, Grammer AG, Keihin, Showa, Faurecia, Tenneco, PWR Holdings, Federal-Mogul Goetze, Bosch, PCS Machine Group Holding, Amtek Auto Limited, Delphi, Suprajit Engineering, Cayman Engley Industrial, Korea Autoglass, DTR Automotive, Nishikawa Rubber*.
- Enfin, nous avons exclu de notre échantillon les équipementiers de rang 1, c'est-à-dire les sociétés dont les clients sont majoritairement des constructeurs automobiles. En effet, une analyse des coefficients bêtas désendettés nous a montré que ces sociétés présentent un risque systématique plus élevé que les équipementiers de rang 2. Nous en avons donc déduit que les équipementiers de rang 1 présentent une sensibilité plus importante à la conjoncture que la Société. Ainsi, nous avons exclu de notre échantillon les sociétés suivantes : *Nemak, CIE Automotive, Linamar, Brembo, Valeo, JTEKT, Hyundai Mobis, Cooper Standard, Kongsberg, Borg Warner, Mando, Akebono, Garrett Motion, Gestamp, Dana*.



Au final, notre échantillon est composé de cinq sociétés : *Grupo Industrial Saltillo*, *Martinrea International*, *Wuxi Lihu Corporation*, *Nissin* et *Wencan*.

Mise en œuvre et résultats de la méthode

Comme expliqué ci-dessus, la méthode repose sur les multiples d'EBIT. Ces multiples ont été calculés sur la base des éléments suivants.

- Au numérateur, pour le calcul des valeurs d'entreprise : (i) capitalisation boursière au 25 septembre 2020, (ii) dette financière nette retraitée de l'impact de la norme IFRS 16 (et normes équivalentes) et (iii) actifs/passifs hors exploitation courante au 30 juin 2020 ;
- Au dénominateur, pour le calcul de l'EBIT : prévisions d'EBIT calendarisées du consensus des analystes financiers disponible au 25 septembre 2020.

Le Bélier - Multiples boursiers

m€	Pays	Capi. bours (spot)	VE	CA 2020	Marge d'EBIT			Variation EBIT			EV / EBIT		
					2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Guangdong Wencan	CN	685	663	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Grupo Industrial Saltillo	MX	208	404	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Martinrea International	CA	479	952	2 110	2,6 %	6,6 %	7,0 %	(69,6)%	195,1 %	8,9 %	17,3 x	5,9 x	5,4 x
Wuxi Lihu Corporation	CN	408	415	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<i>Nissin Kogyo Co</i>	JP	1 190	895	1 353	6,6 %	n.a.	n.a.	(29,1)%	n.a.	n.a.	10,1 x	n.a.	n.a.
Moyenne					2,6 %	6,6 %	7,0 %	(69,6)%	195,1 %	8,9 %	17,3 x	5,9 x	5,4 x

Source : Capital IQ - Calcul de la capitalisation boursière au 25/09/2020. Estimations basées sur le consensus au 25/09/2020.

Le tableau ci-dessus présente les principales caractéristiques financières ainsi que les multiples d'EBIT induits des sociétés de notre échantillon. Ce tableau appelle les commentaires suivants.

- Nous ne disposons de prévisions d'EBIT que pour une seule société, *Martinrea*. La société *Nissin*, incluse dans la sélection pour la détermination du coefficient bêta, n'a pas été retenue du fait d'une opération en cours sur le capital (annoncée en octobre 2019) qui vient limiter la pertinence du cours de bourse et donc du multiple induit.
- Le multiple 2020 est écarté compte tenu des conditions de marché difficiles à court terme liées à la pandémie qui impactent différemment les sociétés du secteur. Nous n'avons pas non plus retenu le multiple 2022, la fiabilité du consensus à cet horizon étant limitée (seuls deux analystes ont publié des prévisions au 25 septembre 2020).
- En ce qui concerne le multiple 2021, les perspectives de croissance de *Martinrea* au-delà de 2022 sont nettement inférieures à celles attendues pour la Société (9 % vs. 36 %).

Au total, au-delà des difficultés à établir un échantillon de sociétés comparables satisfaisant, nous sommes confrontés à plusieurs difficultés techniques concernant l'année de référence. On peut néanmoins constater que le multiple 2021 de *Martinrea* est inférieur aux multiples de la Société induits par les estimations issues de la méthode DCF. Ceci est cohérent avec les perspectives de croissance moins élevées de *Martinrea* par rapport à celles de *Le Bélier* et conforte donc la pertinence des résultats issus de la méthode DCF.

Dans ce contexte, utiliser dans le cadre la méthode des comparaisons boursières le multiple d'EBIT 2021 observé sur *Martinrea* conduit à sous-estimer la Valeur Intrinsèque de la Société¹⁸.

Nous avons par ailleurs effectué les mêmes analyses au 31 décembre 2019 (afin d'apprécier l'impact de la pandémie Covid-19 sur les sociétés de l'échantillon, ainsi que sur les équipementiers de rang 1). Nous n'observons pas de changement majeur dans les multiples

¹⁸ Sur la base du multiple d'EBIT 2021 observé sur *Martinrea* (soit 5,9 x), de l'EBIT prévisionnel ajusté 2021 de la Société et des éléments de passage décrits en section 4.2.2, la valeur par action de la Société ressortirait à 19,9 €.



d'EBIT des sociétés comparables, les analystes financiers ayant réduit leurs prévisions dans les mêmes proportions que le recul des capitalisations boursières.

4.5. Estimation de la valeur de la Société via la méthode des transactions comparables

A la différence des cours boursiers utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transactions utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent généralement des primes par rapport à la valeur intrinsèque des sociétés acquises. Ces primes sont le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction.

De ce fait, la méthode des transactions comparables apparaît particulièrement adaptée au contexte spécifique de l'Offre, car elle permet en théorie de capturer deux composantes essentielles pour l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre proposé par l'Initiateur dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, à savoir la Valeur Intrinsèque des titres de *Le Bélier* et une quote-part des synergies.

Cette approche théorique se heurte malheureusement dans le cas présent à des écueils qui nous ont conduits à écarter la méthode.

- Il n'existe pas, à notre connaissance de transaction portant sur des sociétés raisonnablement comparables à *Le Bélier* en termes de taille, de rentabilité, de zone d'implantation ou de modèle économique.
- L'information publique disponible sur la plupart des transactions est assez limitée. L'échantillon des transactions comparables que nous avons constitué n'est donc pas assez significatif pour constituer une base d'analyse solide.

Malgré ces limites, nous avons constitué un échantillon de transactions portant sur des sociétés dont l'activité se rapproche de celle de la Société et intervenues au cours des dix-huit derniers mois avant l'Opération afin de tenir compte des changements qui ont impacté le secteur de l'automobile depuis (ralentissement économique mondiale, guerre commerciale, introduction de politiques environnementales plus stricte en Europe).

Nous avons exclu de notre sélection (i) les transactions impliquant des acteurs dont l'implantation géographique se limite à l'Asie et (ii) les transactions portant sur des sociétés de faible taille (i.e. chiffre d'affaires inférieur à 100 m€).

Le Bélier - Transactions comparables dans le secteur des équipementiers automobiles

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (en m€)	Multiples de VE		
						CA	EBITDA	EBIT
janv.-20	R.H. Sheppard Co., Inc.	Etat-Unis	Bendix	100%	135,6	1,0 x	n.a.	n.a.
oct.-19	Keihin Corporation	Japon	Honda Motor Co., Ltd.	59%	1 317,1	0,5 x	3,7 x	6,1 x
oct.-19	Show a Corporation	Japon	Honda Motor Co., Ltd.	67%	1 112,2	0,5 x	3,5 x	4,5 x
oct.-19	Nissin Kogyo Co., Ltd.	Japon	Honda Motor Co., Ltd.	65%	874,7	0,6 x	4,1 x	6,5 x
juil.-19	Tow er International, Inc.	US	Autokinton Global Group, LP	100%	757,5	0,5 x	5,5 x	8,5 x
juin-19	Chassis Brakes International B.V.	France, Pays-Bas	Hitachi Automotive Systems, Ltd.	100%	588,0	0,6 x	n.a.	n.a.
déc.-18	Tow er International, Inc. (filiale européenne)	Allemagne	Financiere Snop Dunois S.A.	100%	255,0	0,5 x	5,4 x	n.a.
nov.-18	Cooper-Standard Automotive, Inc. (segment anti-vibration)	US	Continental Aktiengesellschaft	100%	232,7	0,8 x	n.a.	n.a.
oct.-18	Magneti Marelli S.p.A.	Italie	Marelli Corporation	100%	6 200,0	0,8 x	n.a.	n.a.
juil.-18	Oerlikon (segment systèmes de transmission)	Suisse	Dana Incorporated	100%	517,7	0,8 x	7,7 x	n.a.
avr.-18	Federal-Mogul LLC	US	Tenneco Inc	100%	4 377,1	0,7 x	7,5 x	n.a.
Moyenne						0,7 x	5,3 x	6,4 x
Médiane						0,6 x	5,4 x	6,3 x
<i>Ecart-type</i>						<i>0,2 x</i>	<i>1,7 x</i>	<i>1,7 x</i>

Note : Les multiples sont calculés sur la base des derniers agrégats historiques disponibles

Il ressort de l'échantillon de transactions identifiées une forte disparité des multiples observés, sans que l'information disponible permette d'identifier précisément les raisons de ces différences : des perspectives de forte croissance bénéficiaire, un retournement en cours, une forte volonté



d'acheter chez l'acquéreur, l'importance des synergies attendues, ou encore un mix de ces différents facteurs, etc.

De plus, les multiples observés sont calculés sur des agrégats historiques antérieurs à janvier 2020 pour la transaction la plus récente, et donc par définition pré-crise sanitaire Covid-19, alors que les agrégats issus des Prévisions intègrent bien les effets de cette crise.

Au total, nous avons donc considéré que la méthode des transactions comparables ne permettait pas de donner une estimation fiable de la valeur de la Société intégrant le prix du contrôle. Le tableau ci-dessus est donc présenté à titre illustratif uniquement.

En raison des réserves formulées ci-avant, nous n'avons pas jugé nécessaire d'appliquer l'ensemble des critères de sélection retenus dans l'analyse des comparables boursiers. Nous avons de ce fait conservé les transactions impliquant des équipementiers de rang 1.



5. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par la Banque

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

D'un point de vue méthodologique, la Banque a adopté une approche d'évaluation multicritères très proche de la nôtre.

S'agissant des méthodes d'évaluation, la Banque retient, comme nous, la méthode DCF à titre principal. Elle retient également les deux méthodes relevant de l'approche analogique, à savoir la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables qui, de notre point de vue, sont peu pertinentes dans le cas présent pour les raisons détaillées dans la section précédente.

S'agissant des références d'évaluation, la Banque retient celle du cours de bourse et celle constituée par les prix cibles des analystes financiers. De notre côté, nous avons considéré, d'une part, que la liquidité du titre et le suivi par les analystes n'étaient pas suffisants pour que l'information disponible soit intégrée de façon efficace dans les cours et les prix cibles et que, d'autre part, à la veille de l'Offre, ces deux références ne tiennent pas compte des effets de la crise actuelle. Par conséquent, nous avons estimé que le cours de bourse et les prix cible des analystes financiers ne pouvaient constituer des références pertinentes.

5.1. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par la Banque conduit, en valeur centrale, à une estimation de la valeur de l'action *Le Bélier* inférieure à celle qui résulte de nos propres travaux, à savoir 27,79 €.

L'écart entre ces deux estimations s'explique essentiellement par des choix distincts, tant au niveau de la démarche d'évaluation que des principaux paramètres d'évaluation. Les éléments les plus significatifs sont les suivants.

- S'agissant des flux de trésorerie futurs, les principales différences concernent les impacts attendus de la crise à court terme et le potentiel de croissance au-delà de la période couverte par les Prévisions. Considérant que la crise actuelle impacterait la Société de manière plus significative, la Banque a choisi de retenir, en 2020 et 2021, des estimations plus prudentes (notamment en termes de profitabilité) que celles qui nous ont été communiquées par le Management¹⁹ et sur lesquelles nous nous sommes appuyés. Au-delà de ces deux années, la Banque pérennise cette situation dégradée, en ne prolongeant la croissance du chiffre d'affaires que sur quatre années et en maintenant le niveau de profitabilité à un niveau inférieur à celui observé sur la période historique. Pour notre part, nous avons considéré que le potentiel de croissance existait sur une période plus longue (sept ans) et que, par conséquent, les incertitudes sur la rentabilité ne devraient se matérialiser qu'à la fin de cette période. Au total, ces choix conduisent la

¹⁹ Il convient de préciser que la Banque et l'Initiateur n'ont, contrairement à nous, pas eu accès aux prévisions du Management intégrant l'effet estimé de la crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19 sur l'activité de la Société. Ils ont cependant bénéficié d'indications orales du Management.



Banque à une estimation de la valeur de l'action *Le Bélier* inférieure à celle résultant de nos travaux.

- S'agissant des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de la Société, la principale différence entre nos travaux et ceux de la Banque tient à un ajustement relatif au BFR. En effet, la Banque a considéré que l'écart entre le BFR annuel moyen et le BFR observé en milieu d'année représente 16,9 % du chiffre d'affaires semestriel. Pour notre part, sur la base de nos discussions avec le Management, nous avons considéré que cet écart représentait 5,0 % du chiffre d'affaires des 12 derniers mois et retenu un ajustement inférieur. Ce choix conduit la Banque à une estimation inférieure à celle résultant de nos travaux.
- Enfin, s'agissant du taux d'actualisation, on relève une grande proximité entre les taux d'actualisation utilisés (9,24 % dans les travaux de la Banque et 9,10 % dans les nôtres), et ceci malgré des différences significatives dans l'estimation de leurs différentes composantes. En effet, le taux retenu par la Banque repose sur une estimation courante (*spot*) du taux sans risque et de la prime de marché actions, alors que, pour notre part, le taux d'actualisation repose sur une approche normative de ces deux paramètres. Par ailleurs, la Banque intègre une prime de taille de 1,3 %.

5.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières

La Banque s'appuie sur un échantillon de huit sociétés comparables (*Georg Fisher, Nabtesco, CIE Automobile, Gestamp, Dana, Linamar, Nemak et Martinrea*). Cet échantillon est plus large que celui retenu dans nos propres travaux. En effet, nous avons adopté une démarche plus restrictive, qui a conduit notamment à écarter les sociétés dont l'exposition au secteur automobile est inférieure à 50 %, ainsi que les équipementiers de rang 1. La Banque présente également à titre informatif les multiples d'un second échantillon composé des principaux équipementiers automobiles.

En ce qui concerne les multiples d'évaluation, la Banque écarte les multiples de résultat net (à l'instar de nos travaux) et retient les multiples de chiffre d'affaires, d'EBITDA (après application de la norme IFRS 16) et d'EBITDA - Capex. Nous n'avons retenu dans nos travaux que le multiple d'EBIT dans la mesure où il n'est pas biaisé par l'application de la norme IFRS 16.

Les années de référence considérées par la Banque pour le calcul des multiples sont les années 2020 et 2021. Pour notre part, considérant que l'année 2020 est largement impactée par la pandémie de Covid-19, nous n'avons pas considéré les multiples assis sur des agrégats 2020 pour ne retenir que les multiples assis sur les agrégats 2021.

Enfin, compte tenu du différentiel de perspectives de croissance bénéficiaire constaté entre les sociétés de l'échantillon et *Le Bélier*, nous concluons que la méthode des comparaisons boursières n'est pas pertinente dans le cas présent et que la mettre en œuvre conduirait à sous-estimer la Valeur Intrinsèque de la Société. Pour sa part, la Banque retient la méthode et présente une fourchette d'estimations relativement large, entre 23,5 et 34,5 euros par action.

5.3. Modalités de mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

Après analyse des onze transactions identifiées dans le secteur, et avant même l'application des critères de sélection retenus pour la méthode des comparaisons boursières, nous avons conclu



6. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

Le 28 juillet 2020, le groupe chinois *Wencan* a procédé à l'acquisition d'une participation majoritaire représentant 61,34 % du capital de *Le Bélier* auprès de *Copernic*, le holding de la famille Galland, pour un prix de 35,12 € par action, et auprès de MM. Philippe Galland et Philippe Dizier pour un prix de 38,18 € par action (sans clause de complément de prix).

Conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'AMF), l'Initiateur déposera une offre publique d'achat obligatoire sur les actions de la Société, au prix de 38,18 € par action, avec l'intention, dans le cas où les actionnaires de *Le Bélier* n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de *Le Bélier*, de procéder au retrait obligatoire des titres de la Société non apportés à l'Offre.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, la Société a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires de la Société. Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de trois des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » (alinéa I - 1°) ;
- (ii) « Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (alinéa I – 2°) ;
- (iii) « Il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (alinéa I – 4°) ;
- (v) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire, nous estimons que le prix de 38,18 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est supérieur (pour *Copernic*) ou égal (pour MM. Philippe Galland et Philippe Dizier) au prix payé par *Wencan*, Initiateur de l'Offre, pour acquérir la participation majoritaire susvisée.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui nous conduise à penser que les accords conclus avec les dirigeants et les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 38,18 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires résiduels de la Société est également équitable d'un point de vue financier.

En effet, ce prix extériorise une prime par rapport aux estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre 17 % et 38 %, niveaux de prime qui nous semblent raisonnable au regard de ceux habituellement pratiqués dans ce type d'offres et des synergies attendues. La borne basse de cette fourchette est par ailleurs probablement sous-estimée, le scénario haut retenu

apparaissant comme un scénario relativement optimiste qui intègre *a priori* une partie des synergies attendues du rapprochement avec l'Initiateur ²⁰.

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de *Le Bélier*.

Paris, le 20 octobre 2020.

Pour *Accuracy*,



Henri Philippe
Associé



Guillaume Charton
Directeur

²⁰ En effet, le maintien du volume d'activité et d'une rente économique retenu dans ce scénario ne semble possible que grâce à l'accès à des technologies complémentaires à la fonderie par gravité, qui pourrait être apporté par Wencan.

Annexe 1. Etats financiers consolidés de la Société

Le Bélier - Compte de résultat

en m€	2017	2018	2019	S1 2020
	Réalisé	Réalisé	Réalisé	Réalisé
+ Freinage	215,7	236,8	207,7	
+ Admission d'air	66,1	61,0	60,7	
+ Chassis structure	59,2	57,4	47,9	
+ Autres	7,0	3,6	3,2	
= Chiffre d'affaires	348,0	358,8	319,5	109,7
- Coût des ventes	149,5	161,9	140,8	
= Marge opérationnelle	198,5	196,9	178,7	
% chiffre d'affaires	57,0 %	54,9 %	55,9 %	-
- Charges de personnel	72,5	73,5	70,7	28,4
- Coûts variables	50,8	52,5	47,5	
- Frais généraux	17,1	17,0	15,2	
= EBITDA	58,1	53,9	45,3	11,4
% chiffre d'affaires	16,7 %	15,0 %	14,2 %	10,4 %
- Impact IFRS 16	-	-	0,8	
= EBITDA pré IFRS 16	58,1	53,9	44,5	
% chiffre d'affaires	16,7 %	15,0 %	13,9 %	
- Autres produits et charges opérationnels	0,1	0,5	2,8	1,0
- Coût des plans d'actions de performance	5,8	-	-	-
- Dotations nettes aux amortissements et aux dépréciations sur immobilisations	16,9	20,8	24,2	12,7
- Dotations nettes aux provisions (hors dépréciation pour actifs circulants)	0,2	(0,0)	(0,1)	0,1
- Reprises subventions investissements	(0,4)	(1,0)	(0,8)	(0,9)
- Plus values sur cessions d'immobilisations	0,1	0,1	0,8	0,0
- Participation des salariés	0,2	0,1	-	-
+ Impact IFRS 16	-	-	0,8	
= EBIT	35,3	33,4	18,6	(1,4)
% chiffre d'affaires	10,2 %	9,3 %	5,8 %	(1,3)%
+ Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	0,4	0,3	0,3	0,1
- Coût de l'endettement financier brut	1,1	0,9	0,8	0,4
+ Autres produits et charges financiers	(0,4)	0,0	(0,4)	1,8
- Impôt sur les bénéfices	9,9	5,5	5,3	1,6
= Résultat net	24,3	27,2	12,3	(1,5)

Source : Rapports annuels, rapport semestriel 2020 et analyse Accuracy



Le Bélier - Bilan

en m€	2017	2018	2019	30-juin-20
	Réalisé	Réalisé	Réalisé	Réalisé
Goodwill	13,5	13,5	13,5	13,5
+ Immobilisations incorporelles	3,7	3,4	4,0	3,5
+ Immobilisations corporelles	121,0	126,3	129,3	115,6
= Actif immobilisé	138,2	143,2	146,8	132,6
+ Stocks et en-cours	34,1	35,1	32,6	27,1
+ Clients et comptes rattachés	65,4	63,8	54,7	37,7
- Fournisseurs et comptes rattachés	59,9	65,7	65,2	24,3
+ Autres actifs/passifs	(8,8)	(0,9)	(2,1)	(14,9)
= Besoin en fonds de roulement	30,7	32,3	20,0	25,7
+ Actif/(passif) impôts différés	2,3	3,6	3,6	4,0
= Capitaux employés (avant IFRS 16)	171,3	179,1	170,3	162,3
+ Droits d'utilisation relatifs aux contrats de location			1,3	1,3
= Capitaux employés	171,3	179,1	171,6	163,6
+ Capital émis	10,0	10,0	10,0	10,0
+ Primes	9,8	9,8	9,8	9,8
+ Réserves	119,6	135,7	155,0	167,6
+ Ecart de conversion	(16,8)	(19,2)	(19,8)	(31,1)
+ Résultat de l'exercice	24,3	27,2	12,4	(1,5)
= Capitaux Propres	146,9	163,5	167,4	154,9
+ Subvention d'investissement	4,1	8,1	7,3	6,4
+ Provisions retraites	4,0	5,1	5,6	5,5
+ Autres Provisions	0,5	0,3	0,4	0,4
+ Passifs/(actifs) financiers	114,7	130,0	135,2	119,7
- Trésorerie nette	98,9	128,0	145,6	124,5
= Dette financière nette (avant IFRS 16)	15,8	2,0	(10,5)	(4,9)
+ Dette de loyers relative aux contrats de location			1,3	1,3
= Capitaux investis	171,3	179,1	171,6	163,6

Source : Rapports annuels, rapport semestriel 2020 et analyse Accuracy



Le Bélier - Flux de trésorerie

en m€	2017	2018	2019	S1 2020
	Réalisé	Réalisé	Réalisé	Réalisé
Résultat net	24,3	27,2	12,4	(1,5)
+ Amortissements et provisions	17,1	21,3	25,9	13,4
+ Neutralisation des coûts des plans d'actions de performance non décaissés	5,2	-	-	-
+ Neutralisation change latent lié aux variations de juste valeur des instruments financiers et aux variations de change	(0,7)	0,1	(0,4)	0,1
- Variation des impôts différés	0,1	1,1	(0,2)	0,4
- Reprise de subvention d'investissement	0,4	1,0	0,8	0,9
+ Plus et moins values de cession d'immobilisations	0,1	0,1	0,8	0,0
- Variation du besoin en fond de roulement	11,6	1,7	(12,3)	9,0
= Flux d'exploitation (A)	33,8	44,9	50,3	1,7
- Décaissement pour l'acquisition d'immobilisations	25,1	28,8	31,9	7,5
+ Encaissements résultant de la cession d'immobilisations	0,1	0,1	0,6	0,0
+ Variations des immobilisations financières	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,3)
+ Subventions d'investissements reçues	1,1	5,2	0,2	0,5
= Flux de trésorerie d'investissement (B)	(23,9)	(23,5)	(31,0)	(7,4)
- Actions propres	0,2	0,0	0,0	0,0
- Dividendes versés aux actionnaires de la société mère	6,9	7,7	7,7	-
+ Levées d'emprunts	52,7	50,0	50,6	4,3
- Remboursements d'emprunts	41,6	34,8	45,2	19,6
= Flux de trésorerie liés au financement (C)	4,0	7,5	(2,3)	(15,2)
= Flux de trésorerie sur la période (A) + (B) + (C)	13,9	28,9	17,0	(20,9)
+ Trésorerie d'ouverture	86,4	98,9	128,0	145,6
+ Variation nettes de taux de change	(1,3)	0,2	0,6	(0,2)
= Trésorerie de clôture	98,9	128,0	145,6	124,5

Source : Rapports annuels, rapport semestriel 2020 et analyse Accuracy



Annexe 2. Cours moyen pondéré de l'action Le Bélier au 6 décembre 2019 et au 25 septembre 2020

Le Bélier - Liquidité du titre à la veille de l'annonce de l'Opération

	Cours de bourse moyen* (€)	Volume quot. moyen		Volume cumulé		
		# de titres	en % du capital	# de titres	en % du capital	en % du flottant**
Au 6 décembre 2019	29,60	550	0,0 %	550	0,0 %	0,0 %
Dernière semaine	29,34	4 238	0,1 %	21 190	0,3 %	1,0 %
Dernier mois	29,09	3 257	0,0 %	71 650	1,1 %	3,3 %
3 derniers mois	27,30	2 403	0,0 %	156 180	2,4 %	7,1 %
6 derniers mois	27,24	2 099	0,0 %	275 000	4,2 %	12,5 %
12 derniers mois	29,52	2 225	0,0 %	567 250	8,7 %	25,8 %

Sources : Capital IQ et analyse Accuracy

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

Note** : Flottant calculé sur la base du nombre d'actions net du nombre d'actions auto-détenues

Le Bélier - Liquidité du titre au 25 septembre 2020

	Cours de bourse moyen* (€)	Volume quot. moyen		Volume cumulé		
		# de titres	en % du capital	# de titres	en % du capital	en % du flottant**
Au 25 septembre 2020	37,90	1 460	0,0 %	1 460	0,0 %	0,1 %
Dernière semaine	37,95	14 790	0,2 %	73 950	1,1 %	3,4 %
Dernier mois	37,93	7 454	0,1 %	156 540	2,4 %	7,1 %
3 derniers mois	37,55	11 722	0,2 %	726 740	11,1 %	33,0 %
6 derniers mois	35,92	7 925	0,1 %	990 610	15,1 %	45,0 %
12 derniers mois	34,86	6 281	0,1 %	1 570 200	24,0 %	71,3 %

Sources : Capital IQ et analyse Accuracy

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

Note** : Flottant calculé sur la base du nombre d'actions net du nombre d'actions auto-détenues



Annexe 3. Analyse de sensibilité – Taux d’actualisation

Taux d’actualisation de 9,1 % :

Le Bélier - Analyse de sensibilité

		Décote rente économique				
		-	25 %	50 %	75 %	100 %
Perte de CA (produits menacés)	-	36,2 €	34,4 €	32,6 €	30,8 €	29,0 €
	25 %	35,0 €	33,3 €	31,7 €	30,0 €	28,4 €
	50 %	33,8 €	32,2 €	30,7 €	29,2 €	27,7 €
	75 %	32,4 €	31,0 €	29,6 €	28,3 €	26,9 €
	100 %	30,9 €	29,7 €	28,5 €	27,3 €	26,0 €

Taux d’actualisation de 8,9 % (-25 bps par rapport au taux retenu) :

Le Bélier - Analyse de sensibilité

		Décote rente économique				
		-	25 %	50 %	75 %	100 %
Perte de CA (produits menacés)	-	37,5 €	35,5 €	33,5 €	31,5 €	29,5 €
	25 %	36,2 €	34,4 €	32,5 €	30,7 €	28,8 €
	50 %	34,9 €	33,2 €	31,5 €	29,8 €	28,2 €
	75 %	33,4 €	31,9 €	30,4 €	28,8 €	27,3 €
	100 %	31,9 €	30,5 €	29,2 €	27,8 €	26,4 €

Taux d’actualisation de 8,6 % (-50 bps par rapport au taux retenu) :

Le Bélier - Analyse de sensibilité

		Décote rente économique				
		-	25 %	50 %	75 %	100 %
Perte de CA (produits menacés)	-	38,9 €	36,7 €	34,4 €	32,2 €	30,0 €
	25 %	37,5 €	35,5 €	33,4 €	31,4 €	29,3 €
	50 %	36,1 €	34,2 €	32,4 €	30,5 €	28,6 €
	75 %	34,5 €	32,8 €	31,1 €	29,4 €	27,7 €
	100 %	32,9 €	31,4 €	29,9 €	28,4 €	26,9 €

Taux d’actualisation de 9,4 % (+25 bps par rapport au taux retenu) :

Le Bélier - Analyse de sensibilité

		Décote rente économique				
		-	25 %	50 %	75 %	100 %
Perte de CA (produits menacés)	-	35,0 €	33,4 €	31,8 €	30,2 €	28,6 €
	25 %	33,8 €	32,4 €	30,9 €	29,4 €	27,9 €
	50 %	32,7 €	31,3 €	30,0 €	28,6 €	27,3 €
	75 %	31,4 €	30,2 €	28,9 €	27,7 €	26,5 €
	100 %	30,0 €	28,9 €	27,8 €	26,7 €	25,6 €

Taux d'actualisation de 9,6 % (+50 bps par rapport au taux retenu) :

Le Béliier - Analyse de sensibilité

		Décote rente économique				
		-	25 %	50 %	75 %	100 %
Perte de CA (produits menacés)	-	33,9 €	32,4 €	31,0 €	29,5 €	28,1 €
	25 %	32,8 €	31,4 €	30,1 €	28,8 €	27,5 €
	50 %	31,7 €	30,5 €	29,3 €	28,1 €	26,8 €
	75 %	30,5 €	29,4 €	28,3 €	27,2 €	26,1 €
	100 %	29,2 €	28,2 €	27,2 €	26,2 €	25,3 €



Annexe 4. Lettre de mission



in excellent company

Le Bélier

Proposition de services

Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique simplifiée de Guangdong Wencan Die Casting Co, Ltd sur les actions de Le Bélier

Avril 2020

Transactions

Disputes

Crises

Decisions



LETTRE DE MISSION

Madame Dominique DRUON
Monsieur Christian LOSIK
Administrateurs indépendants
Le Bélier
Le Bélier - Plantier de la Reine
BP 103 – 33240 Vêrac

Fait à Neuilly-sur-Seine, le 15 avril 2020

Confidentiel

Chère Madame, Cher Monsieur,

Faisant suite à nos échanges et à notre désignation ce jour par le Conseil d'administration de *Le Bélier* sous réserve de la décision de non-opposition de l'AMF, la présente lettre a pour objet de vous confirmer nos accords relatifs à la réalisation de travaux d'évaluation financière et la rédaction subséquente d'une attestation d'équité pour le compte de votre société (ci-après les « Services »).

L'Annexe A ci-jointe reprenant les conditions de la mission fait partie intégrante desdits accords.

Le Bélier (ci-après désigné « *Le Bélier* », le « Client » ou la « Société ») et *Accuracy* seront désignés conjointement comme les « Parties ».

Contexte et objet de la mission

Le Bélier (la « Société ») est un groupe mondial spécialisé dans la conception de composants moulés en aluminium destinés aux industries automobiles et aéronautiques.

Créée en 1961 par Jacques Galland, la Société est notamment le leader mondial dans le domaine du freinage aluminium automobile. Le groupe emploie plus de 4 000 collaborateurs répartis dans 5 pays (France, Hongrie, Serbie, Mexique et Chine) pour un chiffre d'affaires de 319 m€ en 2019.

La Société est cotée depuis 1999 sur le compartiment B d'Euronext et affichait à fin 2019 une capitalisation boursière d'environ 235 m€.

Au terme de négociations intervenues en décembre 2019, les principaux actionnaires de *Le Bélier*, à savoir la société holding *Copernic*, M. Philippe GALLAND (président du conseil d'administration de la Société) et M. Philippe DIZIER (directeur général et administrateur de la Société) ont annoncé le 8 janvier 2020 avoir signé avec *Guangdong Wencan Die Casting Co. Ltd* (« *Wencan* » ou « *l'Initiateur* »), société cotée sur la bourse de Shanghai, un contrat de cession portant sur une participation représentant environ 61,96% du capital de *Le Bélier* pour un prix de 38,18 € par action (sous réserve d'ajustements usuels à la date de réalisation de la cession notamment en cas de distribution de dividendes, étant précisé que les principaux actionnaires majoritaires de *Le Bélier* se sont engagés dans ce cadre à faire leurs meilleurs efforts à ce que *Le Bélier* ne distribue pas de dividendes). La cession effective de ce bloc majoritaire devrait intervenir à la fin du premier semestre 2020, après obtention des autorisations réglementaires nécessaires.



Conformément à la réglementation boursière, suite à la réalisation de l'acquisition d'un bloc majoritaire au capital de *Le Bélier*, *Wencan* devra déposer un projet d'Offre Publique d'Achat Obligatoire Simplifiée (« l'Offre ») sur le solde restant du capital de la Société au même prix de 38,18 € par action (le « Prix d'Offre »).

Wencan a indiqué son intention de se réserver la possibilité de procéder à un retrait obligatoire dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires de *Le Bélier* ne représentaient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de *Le Bélier* à l'issue de l'Offre.

C'est dans ce contexte et conformément aux dispositions de l'article 261-1 (alinéas I-1°, 2°, 4° et alinéa II) du règlement général de l'AMF, en raison d'une part des conflits d'intérêts potentiels générés par l'Offre au sein du Conseil d'Administration de *Le Bélier* et d'accords conclus entre les dirigeants de la Société et l'Initiateur, et d'autre part compte tenu du fait que le retrait obligatoire est visé dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires de *Le Bélier* ne représentaient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de *Le Bélier* à l'issue de l'Offre, que vous nous avez sollicités afin qu'*Accuracy* intervienne en qualité d'expert indépendant aux fins de délivrer une attestation sur le caractère équitable du Prix d'Offre.

L'Annexe B ci-jointe présente le programme de travail prévisionnel détaillé tel que nous l'envisageons à ce stade de notre connaissance du dossier.

Fondements réglementaires

Conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, la Société est tenue de désigner un expert indépendant dans la mesure où :

- l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de *Le Bélier* (article 261-1 I du règlement général de l'AMF), notamment car
 - o la Société sera contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre par *Wencan* (article 261-1 I alinéa 1 du règlement général de l'AMF) ;
 - o les dirigeants de la Société ont conclu un accord avec l'initiateur susceptible d'affecter leur indépendance, cet accord prévoyant notamment les termes de la démission des dirigeants actuels de la Société ainsi que la possibilité pour Monsieur Philippe DIZIER, actuel Directeur Général et administrateur de la Société d'agir par la suite en qualité de consultant ou conseil de la Société (article 261-1 I alinéa 2 du règlement général de l'AMF) ;
 - o la cession du bloc de contrôle sera prise en compte en tant qu'opération connexe à l'Offre par *Wencan* et élément de référence pour l'appréciation du prix proposé aux actionnaires en contrepartie de leur désengagement du capital de la Société (article 261-1 I alinéa 4 du règlement général de l'AMF) ; et
- En outre, *Wencan* a indiqué son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire de la Société à l'issue de l'Offre (article 261-1 II du règlement général de l'AMF). Dans ce contexte, l'expert indépendant devra se prononcer également sur le caractère équitable du prix de l'Offre comme prix d'indemnisation des actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre d'un retrait obligatoire.

Déclaration d'indépendance

Accuracy n'a réalisé aucune mission, et en particulier aucune mission d'évaluation, pour le compte de *Le Bélier* ou *Wencan* au cours de 18 derniers mois. Aussi, *Accuracy* atteste, conformément à l'article 261-4 précité de « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

A ce stade de connaissance du dossier, nous vous confirmons que, dans le contexte de notre nomination en tant qu'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 alinéa 1-1°, 2° et 4° et alinéa II du règlement général), nous n'avons pas identifié d'autre situation de conflits d'intérêts.

Produit fini

Nos travaux vous seront restitués sous la forme d'un rapport en français détaillant notre opinion sur l'équité des conditions financières de l'Offre envisagée.

Ce rapport d'expertise sera conforme à l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF relative à l'expertise indépendante ainsi qu'à la recommandation de l'AMF du 28 septembre 2006 modifiée le 8 février 2020 sur l'expertise financière indépendante, et comprendra notamment les éléments suivants :

- une présentation synthétique d'*Accuracy* ;
- la liste des missions d'expertise effectuées par le cabinet au cours des douze derniers mois ;
- un rappel du contexte de l'Offre, une analyse des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant et des implications éventuelles sur les contours de notre mission ;
- la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF ;
- la rémunération perçue dans le cadre de notre mission ;
- une description détaillée des diligences mises en œuvre pour accomplir notre mission, dont notamment le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées, les sources d'information utilisées et le personnel associé à sa réalisation ;
- notre propre estimation de la valeur des actions de *Le Bélier* selon une approche multicritère ;
- une analyse critique des travaux d'évaluation de la Société réalisés par le ou les conseils de l'initiateur dont la banque présentatrice ;
- le cas échéant, notre réponse aux observations écrites effectuées par les actionnaires minoritaires de la Société ;
- notre conclusion sur le caractère équitable du Prix d'Offre, au regard des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant ;
- une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par l'associé du cabinet en charge du contrôle qualité de notre rapport d'expertise.

Ce rapport vous sera présenté au stade de projet pour être discuté et finalisé à la suite de vos commentaires. Il sera ensuite présenté au Conseil d'administration de la Société et rendu public dans la note en réponse relative à l'Offre, conformément au Règlement Général de l'AMF. Nous vous confirmons que nous pouvons être qualifiés d'expert indépendant au sens de ce Règlement et que nous établirons une attestation en ce sens, conformément à la réglementation boursière applicable.

Calendrier

Conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, notre mission d'expertise indépendante requiert un délai suffisant pour formuler notre opinion, délai qui ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

A ce stade, nous comprenons qu'il est prévu que l'acquisition du bloc majoritaire par *Wencan* intervienne d'ici la fin du premier semestre 2020 avec un dépôt subséquent de l'Offre par l'Initiateur. Dans ce contexte, et sous réserve de l'obtention de l'ensemble des documents et informations nécessaires à la réalisation de notre mission (états financiers à fin décembre 2019, projet de note d'offre, rapport d'évaluation de la banque présentatrice notamment), nos travaux pourraient débuter d'ici la fin d'avril, et nous définirons ensemble un calendrier de travail de telle sorte à vous transmettre un premier projet de rapport en temps utiles. Ce projet de rapport sera ensuite finalisé à la suite de vos commentaires et nous nous engageons à ce que sa version définitive soit disponible au moins une semaine avant le Conseil d'Administration de la Société devant rendre son avis motivé sur l'Offre (date non encore connue à ce jour).



Limites de notre intervention

Nous attirons votre attention sur le fait que nos travaux seront fondés sur les informations communiquées par la Société (états financiers historiques, budgets et prévisions) et ce sans vérification de ces informations de notre part.

Équipe et moyens matériels

Henri PHILIPPE, Associé de notre société en charge de l'activité évaluations et attestations d'équité, supervisera la réalisation de l'ensemble de la mission. Il sera assisté par Guillaume CHARTON, Director, ainsi que par une équipe de consultants spécialisés dans ce type de mission. Nos biographies synthétiques figurent en Annexe C.

A titre indicatif, et compte tenu de notre connaissance actuelle du dossier, nous anticipons une répartition des heures de travail comme présentée dans le tableau suivant :

Partner / Director	60
Manager	160
Analyste	120
Total	340

En outre, *Accuracy* confirme disposer des moyens matériels nécessaires pour mener à bien une telle mission d'expertise indépendante. En particulier, *Accuracy* dispose :

- d'un accès aux bases de données financières suivantes : *S&P Capital IQ, Bloomberg, Thomson Reuters* ;
- d'un accès à des bases de données d'études académiques.

Honoraires

Notre rémunération prendra la forme d'honoraires forfaitaires d'un montant de 80 000 (quatre-vingts mille) euros hors taxes, frais et débours divers (lesquels s'élèvent à cinq pour cent de nos honoraires hors taxes). Ces honoraires et les frais associés seront payables à la remise de notre attestation d'équité finale à la Société.

Le montant d'honoraires a été établi sur la base du temps requis par les diligences nécessaires à la conduite de ce type de mission et la rédaction d'un rapport dans les délais susmentionnés. Il prend également en compte la responsabilité assumée par *Accuracy* en pareilles circonstances. Dans l'hypothèse où la mission d'*Accuracy* ou se prolongerait au-delà du calendrier envisagé et/ou dans le cas où une modification significative des principales caractéristiques de l'Offre conduirait *Accuracy* à réaliser des travaux complémentaires (par exemple, dans le cas où d'autres catégories de titres seraient visées par l'Offre), les parties conviennent de fixer d'un commun accord un budget additionnel d'honoraires. Ce budget sera fondé sur la base du temps passé au taux horaire habituellement pratiqué chez *Accuracy* dans ce type de mission en fonction de la séniorité des personnes concernées.

Conflit d'intérêts

En acceptant les termes de la présente lettre, vous reconnaissez nous avoir demandé expressément de fournir les prestations qui y sont décrites et vous renoncez par avance à toute réclamation fondée sur des allégations de conflit d'intérêts en relation avec ces prestations. Nous nous réservons le droit de mettre fin à tout moment à notre mission dans le cas où nous jugerions que certaines circonstances ne nous permettent pas de poursuivre nos travaux de manière objective.

Intégralité de l'accord

Les Services seront fournis en vertu des dispositions de la présente lettre et de l'annexe A ci-jointe qui fait partie intégrante de la lettre de mission. Cette lettre ainsi que son annexe décrivent l'intégralité de



nos accords relatifs aux Services. Elles remplacent et annulent toutes propositions, correspondances et accords antérieurs, qu'ils soient écrits ou oraux, entre les Parties. Les accords entre le Client et Accuracy contenus dans la présente lettre et son annexe ci-jointe demeureront applicables après la réalisation ou la résiliation de la présente mission. Dans le cas d'un conflit entre les dispositions de la présente lettre et l'une quelconque des dispositions figurant en annexe A ("les conditions de la mission"), les dispositions de l'annexe A prévaudront.

Valeur relative de la lettre de mission

Chaque Partie reconnaît qu'elle souscrit à la présente lettre de mission sur la base des accords et déclarations contenus aux présentes et à ses propres fins et non pour le bénéfice d'un tiers quelconque n'étant pas expressément identifié aux présentes.

Incessibilité

Chaque Partie à la présente lettre s'interdit de céder, transférer ou vendre, directement ou indirectement, à un tiers quelconque, toutes créances, qu'elle pourrait avoir à l'encontre de l'autre partie, découlant de la présente lettre de mission.

Intuitu personae

La présente lettre de mission est conclue intuitu personae. Aucune des Parties n'est autorisée à céder ou sous-traiter tout ou partie des obligations qui lui incombent au titre de la présente lettre de mission sans l'accord exprès et préalable de l'autre Partie.

Droit applicable

Les Parties entendent que d'éventuels désaccords ou litiges qui viendraient à les diviser quant à la validité, l'application ou l'interprétation de la présente lettre de mission, soient résolus conformément aux dispositions du droit français.

Litiges

Les Parties conviennent de soumettre tout différend qui ne serait pas réglé à l'amiable entre elles à la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Nanterre, même en cas d'appel en garantie ou de pluralité de défendeurs. Cette attribution de compétence s'applique également en matière de référé.



Nous vous remercions de nous confirmer votre accord sur ce qui précède en nous retournant un des deux exemplaires signés de la présente lettre.

Nous sommes honorés de votre confiance et vous assurons de notre volonté de tout mettre en œuvre pour continuer à la mériter.

Veillez croire, Chère Madame, Cher Monsieur, à l'expression de nos sentiments distingués,

Accuracy



Henri PHILIPPE
Associé

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

Le Bélièr



Dominique DRUON
Christian LOSIK
Administrateurs indépendants
Dûment habilités