

**RAPPORT D'EXPERTISE SUR LE RACHAT DES
BSAAR EMIS EN AVRIL 2009 PAR
BONDUELLE SCA**

ASSOCIÉS  FINANCE

Ce document comporte 28 pages

Rapport au 25 mars 2015

*Ce rapport ne constitue pas un rapport d'expertise indépendante au sens du Titre VI / Livre II
du Règlement Général de l'AMF.*

SOMMAIRE DU RAPPORT

OBJET DU RAPPORT	3
PRESENTATION DE L'EXPERT	5
INTRODUCTION	6
I. L'ACTION SOUS-JACENTE	7
Les comptes passés	7
Historique de cours de l'action Bonduelle	8
Historique de cours du BSAAR 2009	10
II. PARAMETRES D'APPLICATION ET VALORISATION THEORIQUE	12
Le cours de l'action sous-jacente	12
Le prix d'exercice des BSAAR	13
La clause de forçage	13
Le taux d'intérêt sans risque.....	13
Le taux de rendement en dividende et de prêt-emprunt de titre.....	13
Niveau de volatilité	14
La dilution	15
III. RESULTATS DES CALCULS DE VALORISATION	17
IV. ANALYSE DE L'OPERATION	19
Evolution du pourcentage de détention des actions par l'actionnaire principal.....	19
Rentabilité obtenue par les porteurs de BSAAR depuis la souscription.....	19
Effets comptables et financiers de l'opération de rachat des BSAAR	20
Situation pour la société	21
Intérêt de l'opération pour la société	21
Mesure de l'avantage consenti aux porteurs de BSAAR.....	24
Mesure de l'avantage consenti à l'actionnaire principal.....	25
CONCLUSION	27

OBJET DU RAPPORT

Bonduelle SCA (ci-après la « Société » ou « Bonduelle ») a procédé début avril 2009 à l'émission d'un emprunt de 140 millions d'euros (M€) représenté par 233 333 Obligations à Bons de Souscription et/ou d'Acquisition d'Actions Remboursables (ci-après « OBSAAR »). Cet emprunt obligataire a été remboursé en trois tranches entre 2012 et 2014.

L'émission mise en place par Bonduelle en 2009 avait pour but de donner au groupe les moyens financiers de son développement, ainsi que d'intéresser une population de managers (ci-après « managers »). Cette émission a été réalisée à une période de tension sur les marchés financiers, le point bas des marchés d'actions post éclatement de la crise financière ayant été atteint le 9 mars 2009.

Ces OBSAAR avaient fait l'objet d'engagements de souscription par des Etablissements Bancaires. Les managers et les actionnaires de la société avaient la possibilité de se porter acquéreurs des BSAAR auprès de ces Etablissements.

Ces engagements étaient subordonnés à l'engagement irrévocable de l'Actionnaire Principal, via sa société Pierre et Benoît Bonduelle SAS avec sa filiale La Plaine, d'acquérir au prix unitaire de 4.73 euros les Bons de Souscription et/ou d'Acquisition d'Actions Remboursables (ci-après « BSAAR 2009») non acquis par les actionnaires ou les managers.

Concomitamment, la société a initié une offre publique d'échange simplifiée (OPES) portant sur les BSAAR existants détachés des OBSAAR émises en juillet 2007 (ci-après « BSAAR 2007 ») contre des BSAAR 2009 pour une parité de 1 pour 1.

Les BSAAR 2009 ont été admis aux négociations sur NYSE EURONEXT à Paris le 8 octobre 2010.

Depuis le 7 avril 2011, et conformément à la note d'émission, les BSAAR 2009 sont exerçables à tout moment.

Le 28 mars 2013, la société a procédé à une division par quatre du nominal de l'action Bonduelle, suscitant une modification de la parité d'exercice : chaque BSAAR donne désormais droit à 4 actions Bonduelle.

Depuis le 8 avril 2013, et conformément à la note d'émission, la société peut procéder à son gré au remboursement anticipé de tout ou partie des BSAAR 2009 en circulation au prix de 0.01€, si la moyenne du produit des cours de clôture de l'action et de la parité d'exercice sur 10 séances de bourse parmi les 20 précédentes excède 125% du prix d'exercice des BSAAR (soit un niveau de cours supérieur à 25€).

La note d'émission des BSAAR prévoit la possibilité pour la société de procéder à tout moment à des rachats en bourse ou hors bourse ou à des offres publiques d'achat ou d'échange de BSAAR.

Au 25 juillet 2014, les 17 831 BSAAR 2007 toujours en circulation sont devenus caducs et ont été radiés.

Ce rapport d'expertise porte sur les BSAAR 2009 en circulation, ci-après désignés comme les BSAAR.

Au 25 mars 2015, l'Actionnaire Principal¹ a déclaré détenir 1 187 312 BSAAR, soit 83.22% des 1 426 739 BSAAR en circulation et détenir 8 851 276 actions, soit 29.19% des 30 320 926 actions hors autocontrôle².

La société souhaite procéder au rachat de tout ou partie des BSAAR en circulation en se portant acquéreur d'un bloc de 1 016 350 BSAAR détenus par l'Actionnaire Principal, soit 85.60% des BSAAR qu'il détient, au prix de 18€ avant de proposer une procédure de désintéressement de 10 jours, permettant au reste des porteurs de bénéficier d'un rachat de leurs BSAAR par la société dans les mêmes conditions que celles proposées à l'Actionnaire Principal. Le prix de rachat sera réglé en numéraire.

A l'issue de la procédure de désintéressement, l'Actionnaire Principal exercera ultérieurement et sous réserve des conditions de marché le solde des BSAAR qu'il détiendra encore, soit 170 962 BSAAR.

La société a demandé à Associés en Finance, expert indépendant, d'attester l'équité du prix de rachat des BSAAR en procédant à leur évaluation. Associés en Finance n'entretient aucun lien juridique, capitalistique ou de dépendance économique avec la société et ses actionnaires, ni n'a effectué de mission de nature à le mettre en position de conflit d'intérêt pour l'appréciation de cette opération.

La seule opération réalisée avec la société a été l'attestation du caractère équitable du prix de cession des BSAAR 2007 à leur émission en juillet 2007.

¹ Selon la dernière déclaration faite à l'AMF, l'actionnaire principal détenait en date du 31 décembre 2014 de concert avec d'autres actionnaires familiaux 48.6% des actions hors autocontrôle.

² Le nombre d'actions d'autocontrôle utilisé dans ce rapport correspond au nombre déclaré à fin février 2015 ajusté des exercices de BSAAR intervenus depuis cette date.

PRESENTATION DE L'EXPERT

Associés en Finance, société indépendante détenue par ses associés personnes physiques, est sans conflit d'intérêt dans ses domaines d'intervention. Elle a une expérience de près de quarante ans dans les systèmes d'information, d'évaluation de sociétés et les modèles de valorisation. Associés en Finance a développé et entretient un modèle d'évaluation, TRIVAL, et dispose donc de bases de données propriétaires. TRIVAL s'appuie sur des analyses fondamentales. Il détermine pour chacune des 500 sociétés suivies, un taux de rentabilité interne par actualisation d'excédents de trésorerie, un niveau de risque anticipé et une mesure de la liquidité du titre en bourse. Cette analyse est réalisée par une équipe d'une dizaine d'analystes financiers, constituant le bureau d'études indépendant d'Associés en Finance.

Depuis 1994, Associés en Finance a élargi ses activités à des missions d'expertise, en s'appuyant sur la qualité de ses bases de données européennes, sur l'expertise de ses collaborateurs, et sur son indépendance. Elle a effectué de nombreuses missions de conseil et d'expertises indépendantes lors d'opérations publiques de marché. La liste est consultable sur le site internet de la société www.associes-finance.com. Elle intervient aussi largement dans des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil dans des opérations non publiques, notamment en matière d'évaluation d'instruments financiers.

Début décembre 2014, Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé avoir lancé un rapprochement entre les deux sociétés, toutes deux pionnières de l'évaluation et de l'expertise financière en France.

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Bertrand Jacquillat, Président-Directeur Général, Arnaud Jacquillat, Directeur Général, Catherine Meyer, Associée, Isabelle Dutertre, analyste en charge du secteur de l'agro-alimentaire, Mathilde de Montigny et Pierre Charmion, analystes en charge de la modélisation des options. Daniel Beaumont, senior advisor, est en charge du contrôle qualité.

Nos diligences ont consisté principalement dans :

- *L'examen des documents publics mis à disposition par la société et/ou ses conseils :*
 - *Opérations sur le capital de la société ayant eu lieu depuis l'émission des BSAAR ;*
 - *Evaluation du BSAAR 2009 réalisée à l'émission, et examen de la note d'information à l'émission des BSAAR et de l'OPE simultanée sur les BSAAR 2007 ;*
 - *Documents de référence de la société ;*
 - *Examen des conditions d'exercice des BSAAR et des autres instruments dilutifs ;*
 - *Détail des exercices des BSAAR depuis leur émission.*

- *La valorisation du BSAAR 2009 et l'examen des conséquences du rachat :*
 - *Valorisation selon la méthode binomiale ;*
 - *Analyse du prix de rachat par rapport à la valorisation théorique du BSAAR ;*
 - *Analyse des éventuels transferts de richesse induits par le rachat des BSAAR ;*
 - *Analyse de l'impact de l'opération sur la valorisation de Bonduelle via le modèle TRIVAL.*

INTRODUCTION

A l'émission, les principales caractéristiques des BSAAR 2007 et 2009 étaient les suivantes.

Tableau 1 – Caractéristiques des BSAAR 2007 et 2009

	BSAAR 2007	BSAAR 2009
Date d'émission	juil-07	avr-09
Nombre de BSAAR émis	750 000	699 999
Cours de référence (avant division)	91.00 €	56.50 €
Prix d'exercice (avant division)	113.75 €	80 €
Clause de forçage (avant division)	170.63 €	100 €
Prix de souscription	7.50 €	4.73 €
OPES 2009		
Parité d'échange BSAAR 2007 contre BSAAR 2009		1x
Pourcentage de BSAAR 2007 échangés		97.60%
Nombre de BSAAR 2007 échangés		731 967

Le 28 mars 2013, la société a procédé à une division par quatre du nominal de l'action Bonduelle. La parité d'exercice a été ajustée conformément aux modalités des BSAAR. A compter de cette date, chaque BSAAR permet de souscrire 4 actions pour un prix total de 80€. Le BSAAR est donc dans la monnaie pour un cours de l'action supérieur à 20€.

Au 25 mars 2015, la durée de vie restante du BSAAR est de 1.04 année et 1 426 739 BSAAR sont encore en circulation. Les BSAAR peuvent être exercés à tout moment et sont actuellement dans la monnaie après prise en compte de la parité d'exercice.

La société souhaite procéder au rachat de tout ou partie des BSAAR en circulation en se portant acquéreur d'un bloc de 1 016 350 BSAAR détenus par l'Actionnaire Principal, soit 85.60% des BSAAR qu'il détient, au prix de 18€ avant de proposer une procédure de désintéressement de 10 jours, permettant au reste des porteurs de bénéficier d'un rachat de leurs BSAAR par la société dans les mêmes conditions que celles proposées à l'Actionnaire Principal. Le prix de rachat sera réglé en numéraire et les BSAAR rachetés seront annulés dans la foulée.

A l'issue de la procédure de désintéressement, l'Actionnaire Principal exercera ultérieurement et sous réserve des conditions de marché le solde des BSAAR qu'il détiendra encore, soit 170 962 BSAAR.

I. L'ACTION SOUS-JACENTE

Les comptes passés

Créé en 1853, Bonduelle est un groupe familial. Au 25 mars 2015, l'actionnaire principal et associé commandité, Pierre & Benoît Bonduelle SAS, détient directement et indirectement 29.19% des actions hors autocontrôle.³

Aujourd'hui, le groupe est spécialisé dans la production et la vente de légumes transformés sous forme de conserves (53% du chiffre d'affaires), de surgelés (28%) et de produits frais et traiteur (19%) qui sont essentiellement destinés à la grande distribution (74% du chiffre d'affaires) et à la restauration.

Avec un chiffre d'affaires avoisinant 2 milliards d'euros, Bonduelle est un groupe international présent dans 25 pays avec 58 sites agro-industriels et possède quatre grandes marques dans le monde, Bonduelle, Cassegrain, Arctic Gardens (Amérique du Nord) et Globus (Europe orientale). En termes de concurrence, Bonduelle rivalise avec les conserves de la marque d'Aucy (coopérative française), avec les surgelés tels que Findus ou avec la marque Géant Vert (Groupe General Mills) sur ces deux segments.

Le groupe s'est développé avec l'ambition de devenir un leader mondial incontournable de l'alimentation végétale sur des standards nutritionnels élevés (un marché qui connaît une croissance régulière sur tous les continents). Bonduelle est coté en bourse depuis 1998, et a connu une croissance moyenne de son activité supérieure à 5% par an.

Depuis juin 2009, le groupe a soutenu sa croissance grâce à une série d'acquisitions, notamment en Amérique du Nord (Allens), en France (France Champignon) et en Europe orientale (Hongrie, Russie), et a élargi son implantation industrielle et commerciale. La politique de croissance s'est traduite par un endettement net qui a culminé à 648M€ au 30 juin 2012 (y compris le dividende et les provisions pour retraites). Il a été réduit de près de 100M€ sur les deux derniers exercices. Depuis juin 2009, le chiffre d'affaires de Bonduelle s'est accru de +26%.

Sur cette période, la société a réalisé des acquisitions nettes des cessions pour un total de 95M€ et a distribué 58M€ à ses actionnaires, sans procéder à aucune augmentation de capital.

³ Selon la dernière déclaration faite à l'AMF, l'actionnaire principal détenait en date du 31 décembre 2014 de concert avec d'autres actionnaires familiaux 48.6% des actions hors autocontrôle.

L'évolution des principaux agrégats financiers depuis l'exercice 2007/2008 est présentée dans le tableau 2.

Tableau 2 – Principaux agrégats financiers 2007-2014

(M€)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14
Chiffre d'affaires	1 490	1 524	1 560	1 726	1 767	1 896	1 921
% croissance		2.3%	2.3%	10.7%	2.4%	7.3%	1.3%
Résultat opérationnel courant	100	102	104	81	101	105	103
Marge opérationnelle courante	6.74%	6.68%	6.70%	4.67%	5.71%	5.54%	5.35%
Fonds propres globaux [1]	380	368	466	472	492	504	492
Dette financière nette (DFN) [1]	444	544	588	516	648	626	551
Gearing net (%)	117%	148%	126%	109%	132%	124%	112%
DFN / Capi. [1]&[2] (%)	79%	124%	100%	95%	126%	112%	85%
Données au 30 juin	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cours (€)	17.76	13.94	18.57	17.34	16.60	18.36	21.41
Capitalisation boursière (M€) [2]	562	438	585	546	513	558	650

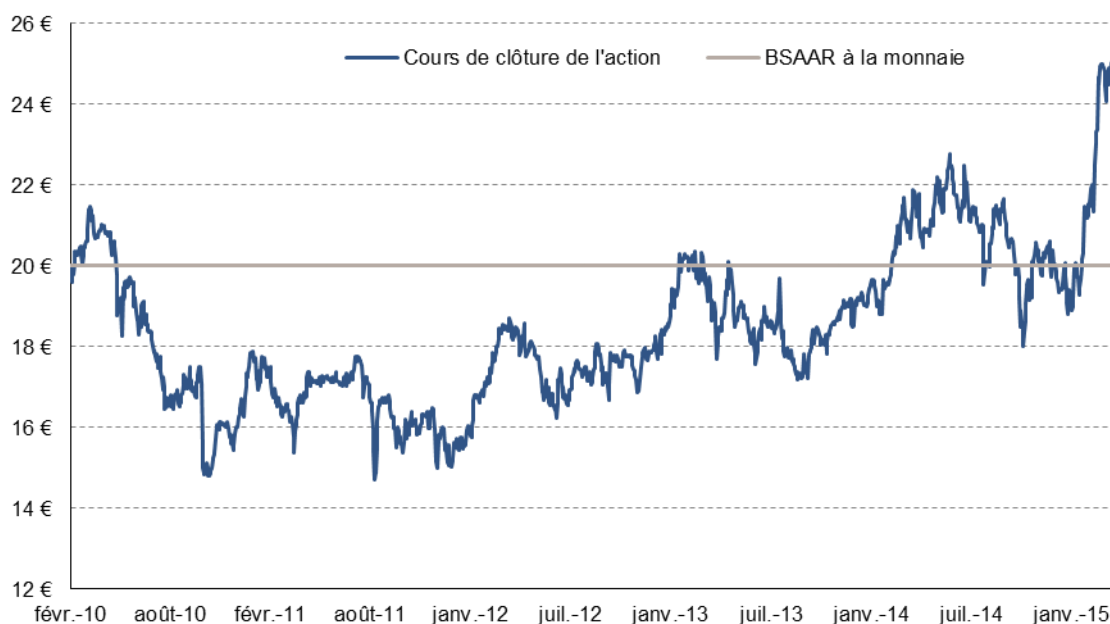
[1] Dette financière nette et fonds propres sont présentés ici après paiement du dividende au titre de l'exercice indiqué. La dette incorpore les provisions pour retraites.

[2] y compris intérêts minoritaires

Historique de cours de l'action Bonduelle

Depuis février 2010, l'évolution du cours de l'action Bonduelle a été la suivante.

Figure 1 – Evolution du cours de l'action depuis février 2010



La valeur Bonduelle est suivie dans le modèle TRIVAL depuis janvier 2005. TRIVAL est un modèle propriétaire développé par Associés en Finance depuis 2001 qui met en perspective la rentabilité attendue sur le titre (obtenue par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels disponibles pour les actionnaires) avec le risque et la liquidité.

Au 24 mars 2015, le titre Bonduelle apparaît à l'équilibre dans le modèle TRIVAL, avec un écart de 1% entre le cours coté en clôture de 25.02€ et le prix d'équilibre de 25.37€.

Le 5 février 2015, la société a publié un chiffre d'affaires semestriel 2014-2015 de 1 018 M€ en hausse de +3.1% (et de +5.5% en données comparables), soit une amélioration par rapport à l'exercice précédent (le premier semestre 2013-2014 faisait état d'une progression de l'activité de +0.9% et +4.9% respectivement). Pour ce semestre, tous les segments (Conserve, Surgelé et Frais) enregistrent des croissances homogènes à change et périmètre constants. Par zone géographique, l'activité hors zone Europe (+13.7% en comparable) a été particulièrement soutenue (en Amérique du Nord et en Russie dont les volumes sont en très forte hausse du fait d'une production essentiellement locale).

Cette nouvelle a eu un impact positif sur le cours de bourse, clôturant la journée en hausse de +4.9% à 21.47€. Différents bureaux d'analyse ont alors mis à jour leur opinion sur la valorisation de la société, notamment CM-CIC Securities, Oddo & Cie et Natixis, publiant des objectifs de cours respectifs de 22.50€, 21€ et 20€, soit une moyenne de 21.17€ proche du cours de clôture. Depuis, le cours de bourse en clôture n'est plus repassé en dessous de 21€.

Le 25 février 2015, le groupe a annoncé ses résultats semestriels : le groupe a amélioré sa rentabilité opérationnelle de manière significative sur la période (de +50 points de base) à 6.53%. Cette amélioration a été notamment tirée par les progrès réalisés dans le segment Frais, tandis que la zone hors Europe (la plus rentable) a pu maintenir son niveau de rentabilité élevé à 10.9% à changes constants. Dans ce contexte, le groupe Bonduelle a relevé ses objectifs de résultat opérationnel courant à une fourchette comprise entre 110-115 M€ à taux de change constants (contre une fourchette précédente de 106-109 M€).

Cette nouvelle a eu un impact positif sur le cours de bourse, clôturant la journée en hausse de +2.4% à 23.06€. CM-CIC Securities et Natixis ont alors remis à jour leur opinion sur la valorisation de la société et publié des objectifs de cours respectifs de 26€ et 23€, soit une moyenne de 24.5€ supérieure au cours de clôture. Oddo & Cie a mis à jour son opinion sur la valorisation de la société le 27 février 2015 et publié un objectif de cours de 26€, similaire à celui de CM-CIC Securities.

Le 4 mars 2015, l'action Bonduelle a dépassé pour la première fois en clôture son précédent record de 24.775€ (ajusté) du 1^{er} février 2007, terminant la journée à un cours de 24.89€⁴. Le 24 mars 2015, l'action Bonduelle a établi un nouveau record depuis 2005 de 25.02€ en clôture. Sur la période 2005 à 2015, le point bas du cours de l'action Bonduelle a été atteint à 12.5€ (ajusté) le 9 mars 2009, à une période proche de la date d'émission des BSAAR.

Les volumes échangés sur l'action Bonduelle sont faibles : au 25 mars 2015, 406 341 titres avaient été échangés sur 20 jours de bourse, soit 1.27% du capital ou 20 317 titres par jour de bourse. Depuis le début de l'année, le maximum de titres échangés par jour a atteint 70 916 le 2 mars 2015.

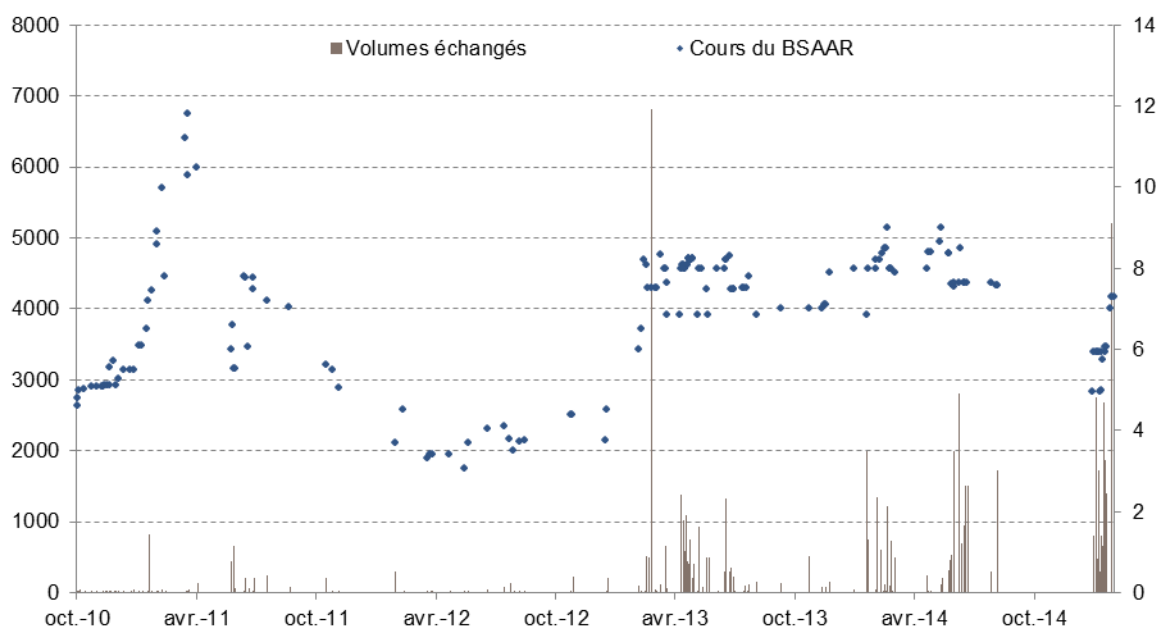
La faible liquidité de l'action Bonduelle nécessite une attention particulière dans le cadre de toute opération sur le titre.

⁴ Entre les deux dates records, la performance du SBF 120 hors dividende a été de -6.6%

Historique de cours du BSAAR 2009

Le cours du BSAAR Bonduelle depuis octobre 2010 est présenté dans la figure 2.

Figure 2 – Evolution du cours du BSAAR depuis octobre 2010

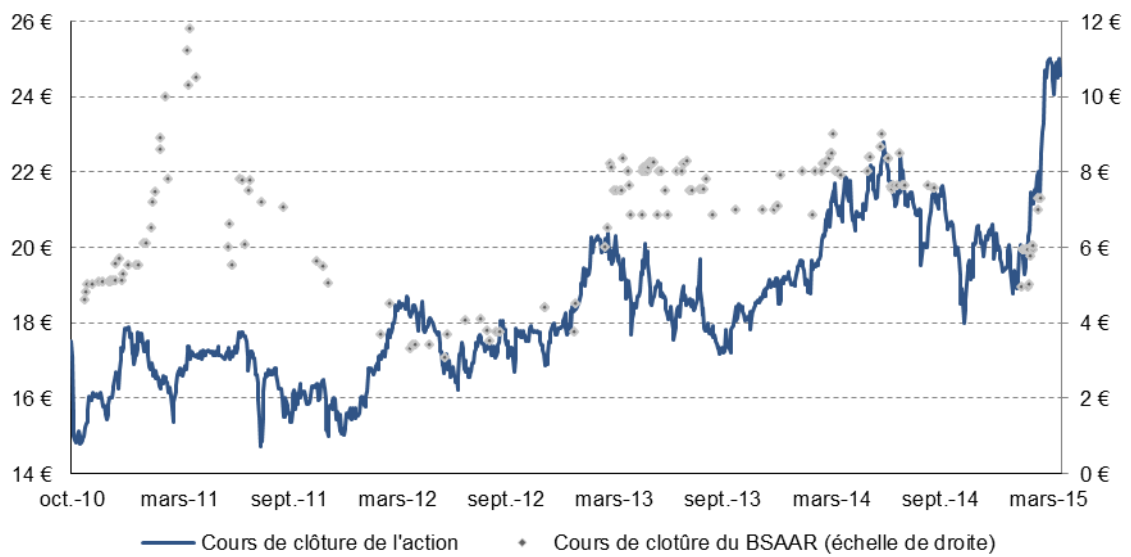


Le BSAAR a varié dans une fourchette comprise entre 3€ et 12€. Le BSAAR a été dans la monnaie sur la majeure partie des douze derniers mois. Sa cotation reste extrêmement épisodique : aucune cotation n'a eu lieu entre le 29 août 2014 et le 22 janvier 2015. Sur l'ensemble de l'année 2014, le BSAAR n'a coté que sur 32 séances de bourse. Au 25 mars 2015, la dernière cotation du BSAAR remonte au 23 février 2015. Ce jour-là, le BSAAR a coté 7.30€ avec 115 BSAAR échangés, alors que le cours moyen pondéré de l'action s'établissait à 22.44€.

Au début de l'année 2011, le marché a assisté à une hausse inexplicable du cours du BSAAR : plusieurs échanges ont été réalisés à des cours compris entre 8€ et 12€, alors que le cours de l'action oscillait entre 16€ et 17€, soit une valeur intrinsèque du BSAAR nulle.

L'évolution du cours du BSAAR et de l'action Bonduelle est présentée dans la figure 3.

Figure 3 - Evolution des cours de clôture du BSAAR et de l'action depuis octobre 2010



Compte tenu de sa cotation épisodique, le cours du BSAAR ne peut constituer une référence pertinente pour la détermination de son prix de rachat.

II. PARAMETRES D'APPLICATION ET VALORISATION THEORIQUE

La valorisation du BSAAR doit tenir compte de ses caractéristiques particulières :

Il est exerçable à tout moment depuis le 7 avril 2011 et pas seulement à l'échéance. Cette spécificité (option de type américaine) est d'autant plus importante que :

- L'action Bonduelle donne droit à des dividendes réguliers ;
- Les actions remises à l'occasion de l'exercice des BSAAR sont immédiatement assimilables aux actions existantes (y compris dans leur droit à paiement de dividendes) ;
- La société a la possibilité de procéder au remboursement anticipé des BSAAR au prix de 0.01€ si la moyenne des cours de clôture sur 10 séances de bourse parmi les 20 dernières dépasse 25€.

L'investisseur peut donc être amené à exercer son option avant l'échéance. La valorisation par le modèle binomial permet d'intégrer l'ensemble de ces spécificités. En revanche, la méthode de Black-Scholes ne peut pas être appliquée dans le cas présent.

Le modèle binomial d'évaluation utilisé nécessite la détermination des paramètres suivants :

- le cours de l'action sous-jacente
- le prix d'exercice des BSAAR
- la clause de forçage
- le taux d'intérêt sans risque
- le taux de rendement en dividende et le taux de prêt-emprunt de titres
- la volatilité
- la dilution liée à la création d'actions nouvelles par l'exercice des BSAAR ainsi que des autres instruments dilutifs émis par la société

Le cours de l'action sous-jacente

Compte tenu de la faible liquidité de l'action Bonduelle, la période de référence retenue pour la valorisation du BSAAR porte sur 20 jours de bourse, soit entre le 26 février 2015 et le 25 mars 2015.

Sur cette période, le cours pondéré des volumes minimal a été atteint le 26 février 2015 à 23.10€ et le cours pondéré des volumes maximal a été atteint le 5 mars 2015 à 24.91€.

La valorisation des BSAAR a été effectuée sur la base de la moyenne des cours pondérés des volumes de l'action sur 20 jours de bourse au 25 mars, soit 24.47€.

Le prix d'exercice des BSAAR

Le prix d'exercice du BSAAR est actuellement de 80€. Compte tenu de la parité d'exercice de 4 actions pour 1 BSAAR, les BSAAR sont dans la monnaie si le cours de l'action Bonduelle est supérieur à 20€.

La clause de forçage

La société peut forcer l'exercice des BSAAR si la moyenne des cours de clôture sur 10 séances de bourse parmi les 20 dernières dépasse 25€. Ceci correspond à une augmentation du cours de +2.2% par rapport à la moyenne des cours pondérés des volumes sur 20 jours de bourse arrêté au 25 mars 2015.

Sur les 20 séances de bourse précédant le 25 mars 2015, le cours de clôture a atteint deux fois 25€. Si la société souhaite procéder au remboursement anticipé des BSAAR, elle doit annoncer son intention au BALO au minimum 1 mois avant la date choisie, laissant ainsi aux porteurs le temps d'exercer leurs BSAAR.

Le taux d'intérêt sans risque

Le taux sans risque utilisé reflète la durée de vie restante de l'option. Au 25 mars 2015, cette durée est de 1.04 année. Le taux sans risque retenu est la moyenne sur 3 mois du taux swap euro sur 1 an. Au 25 mars 2015, le taux retenu s'élève ainsi à 0.12%.

Le taux de rendement en dividende et de prêt-emprunt de titre

Sur les 5 dernières années, le taux de rendement en dividende moyen de l'action a été de 2.12%. Le dividende de 0.375€ payé le 7 janvier 2015 au titre de l'exercice 2013/2014 représentait un rendement de 2% par rapport au cours de clôture de l'action. Le tableau 3 présente les dividendes versés par la société depuis 2011.

Tableau 3 - Dividendes versés par la société sur les 5 derniers exercices

	Dividende	Cours	Rendement
07/01/15	0.375 €	18.79 €	2.00%
08/01/14	0.375 €	19.00 €	1.97%
08/01/13	0.375 €	18.31 €	2.05%
06/01/12	0.375 €	15.75 €	2.38%
07/01/11	0.375 €	17.18 €	2.18%

La société n'ayant pas communiqué sur une modification substantielle de sa politique de dividendes pour l'exercice 2014/2015, et la maturité résiduelle du BSAAR s'établissant à 1.04 année, ce taux de rendement de 2% est utilisé dans la modélisation.

Le taux de prêt-emprunt de titre utilisé dans la modélisation est de 1%, identique à celui utilisé lors de la valorisation des BSAAR en 2007.

Niveau de volatilité

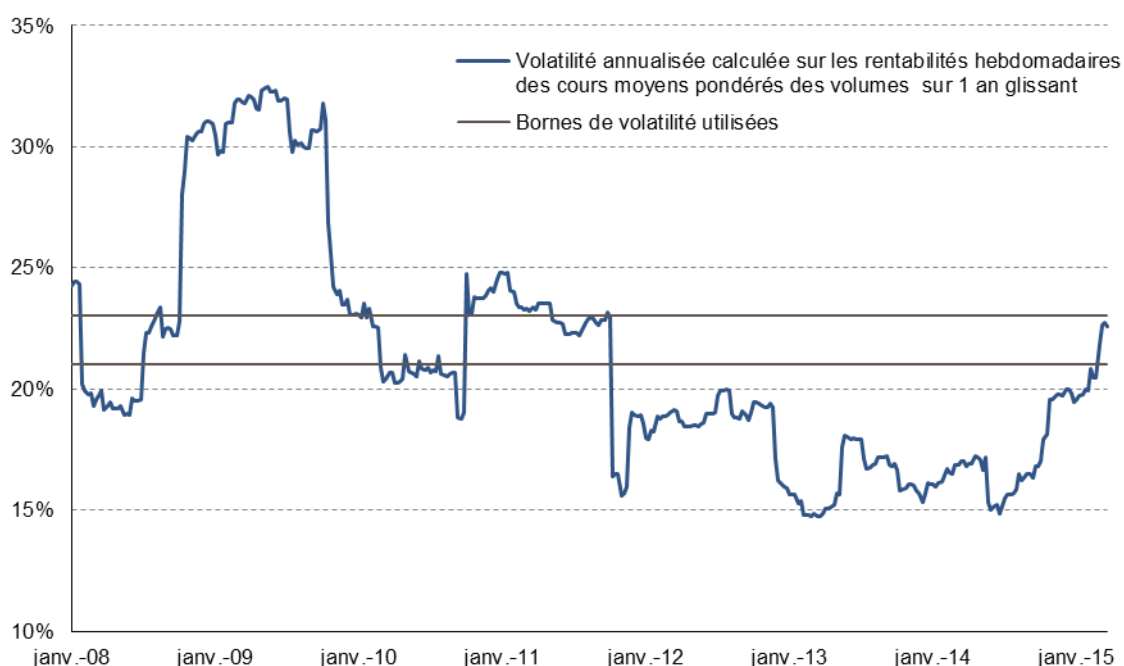
La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur la rentabilité du titre. Compte tenu de l'absence de liquidité du BSAAR, il n'est pas possible d'induire de sa cotation une volatilité implicite de l'action. La volatilité de l'action Bonduelle est donc appréciée au regard de sa volatilité historique. Celle-ci a été calculée sur la base de rentabilités quotidiennes et hebdomadaires, sur une période d'un an cohérente avec la durée résiduelle du BSAAR. Au 25 mars 2015, le résultat de ces calculs est présenté dans le tableau 4.

Tableau 4 – Calculs de volatilités historiques

Volatilité sur 1 an calculée sur une période	Quotidienne	Hebdomadaire
Cours de clôture	22.9%	25.1%
Cours moyen pondéré par les volumes	17.5%	22.6%

L'évolution de la volatilité sur un an glissant et calculée sur la rentabilité hebdomadaire du cours pondéré des volumes est présentée dans la figure 4.

Figure 4 – Evolution de la volatilité 1 an calculée sur les rentabilités hebdomadaires

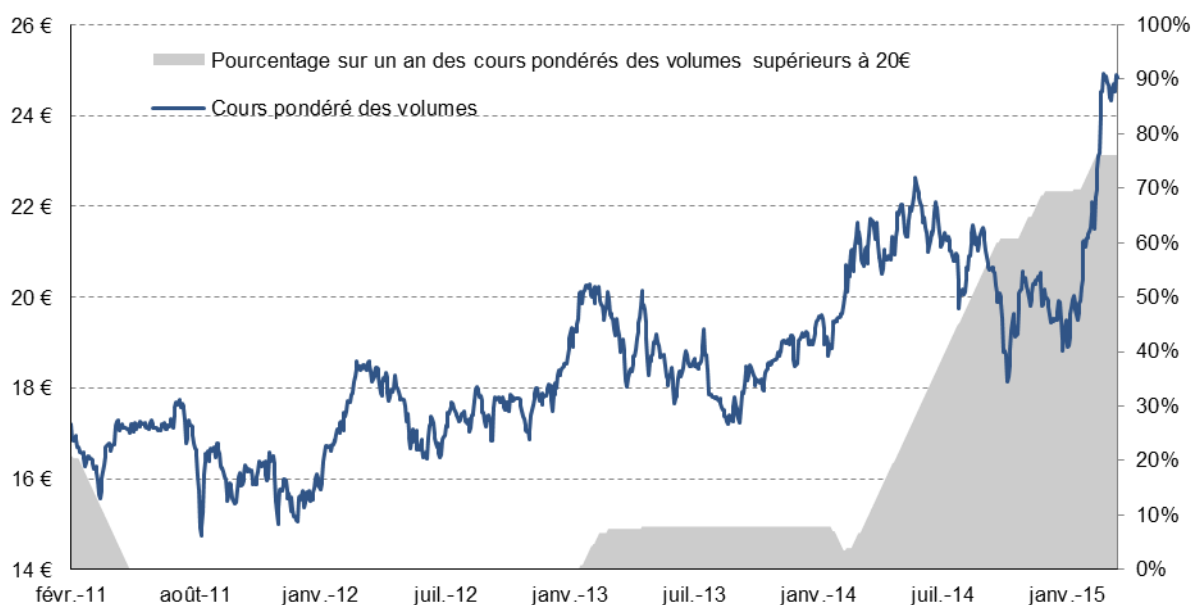


L'évaluation des BSAAR sera réalisée pour une volatilité comprise entre 21% et 23%, soit un scénario central de 22%.

La dilution

Le capital de la société est composé de 32 millions d'actions. Au 25 mars 2015, la société annonçait détenir 1 679 074 de ses propres actions. Le nombre d'actions hors autocontrôle s'établit donc à 30 320 926 actions.

Figure 5 – Evolution du cours de l'action pondéré des volumes



Sur une année de bourse au 25 mars 2015, 76% des cours pondérés des volumes quotidiens ont été supérieurs à 20€ et actuellement 95% ont été supérieurs à 19.11€, prix d'exercice le plus élevé des *stock-options*. Depuis le 3 février, tous les cours quotidiens pondérés par les volumes ont été supérieurs à 20€.

Au 25 mars 2015, 1 426 739 BSAAR étaient encore en circulation. Chaque BSAAR donnant droit à 4 actions Bonduelle, l'exercice des BSAAR est susceptible d'occasionner la création de 5 706 956 actions supplémentaires. Il existe par ailleurs 516 200 *stock-options* susceptibles d'influer sur le nombre d'actions en circulation. Le prix d'exercice des *stock-options* étant compris entre 15.73€ et 19.11€, la dilution potentielle engendrée par leur exercice est considérée comme déjà prise en compte par le marché (cf. raisonnement ci-dessous pour les BSAAR).

Tableau 5 – Nombre d'actions et dilution

Nombre d'actions existantes	32 000 000
Autocontrôle	1 679 074
Nombre d'actions émises en cas d'exercice des BSAAR	5 706 956
Nombre de stocks options*	516 200
Nombre d'actions Bonduelle post-dilution	36 544 082

*le prix d'exercice des SO oscille entre 15.73€ et 19.11€

Compte tenu d'un cours de clôture au 25 mars 2015 de 24.57€, d'une volatilité de l'action à 22% et d'un taux d'intérêt sans risque de 0.12%, la probabilité à horizon 1.04 année (maturité résiduelle des BSAAR) que le cours de l'action soit supérieur à 20€ est supérieure à 81%.

Les cours actuels intègrent donc l'ensemble de la dilution et la valorisation des BSAAR ne prend pas en compte de dilution supplémentaire.

III. RESULTATS DES CALCULS DE VALORISATION

Au 25 mars 2015, l'utilisation de la méthode binomiale valorise un BSAAR à 17.88€ pour une volatilité à 22% et un cours du sous-jacent à 24.47€ (moyenne des cours pondérés des volumes sur 20 jours de bourse).

Du fait de la parité de 4 actions pour 1 BSAAR, la valorisation du BSAAR est très sensible au cours de l'action sous-jacente. Le tableau 6 indique celle-ci pour différents niveaux de cours de référence et de volatilité.

Tableau 6 – Résultats des calculs de valorisation

		Cours pondéré par les volumes de l'action sur la période du 26 février au 25 mars 2015					
			Minimum (le 26 février 2015)	Moyenne	Maximum (le 5 mars 2015)		
		5.81 €	23.10 €	24.47 €	24.91 €	25.00 €	
Volatilité	21%	Valeur du BSAAR	- €	13.58 €	17.88 €	19.64 €	20.00 €
		Valeur intrinsèque	5.81 €	12.40 €	17.88 €	19.64 €	20.00 €
		Valeur temps	5.81 €	1.18 €	- €	- €	- €
	22%	Valeur du BSAAR	6.08 €	13.74 €	17.88 €	19.64 €	20.00 €
		Valeur intrinsèque	- €	12.40 €	17.88 €	19.64 €	20.00 €
		Valeur temps	6.08 €	1.34 €	- €	- €	- €
	23%	Valeur du BSAAR	6.39 €	13.92 €	17.88 €	19.64 €	20.00 €
		Valeur intrinsèque	- €	12.40 €	17.88 €	19.64 €	20.00 €
		Valeur temps	6.39 €	1.52 €	- €	- €	- €

Sur la base du cours de clôture de 24.57€ du 25 mars 2015, le porteur de BSAAR qui choisirait de l'exercer, et vendrait les 4 actions Bonduelle obtenues à ce cours, réaliserait un gain avant frais de transactions de 18.28€.

Rappelons toutefois que, selon la note d'émission des BSAAR, « la date de livraison des actions émises sur exercice des BSAAR interviendra au plus tard le 5ème jour de bourse suivant la date d'exercice ».

Un porteur qui choisirait d'exercer ses BSAAR doit donc disposer de la somme correspondant au prix d'exercice de ses BSAAR et prendre un risque de marché jusqu'à la livraison de ses actions puis leur vente sur le marché dans un contexte de faible liquidité sur le titre.

Il n'aurait donc aucune certitude quant au fait d'obtenir un montant supérieur à celui proposé par la société dans le cadre de la procédure de désintéressement.

Estimation indicative du coût d'une stratégie de couverture

Au 25 mars 2015, le nombre d'actions à remettre dans le cadre de l'exercice des BSAAR représente 281 jours d'échanges moyens sur l'action, soit près d'une année d'échanges.

Afin de s'assurer contre le risque de baisse du cours de l'action Bonduelle, le porteur qui exercerait ses BSAAR pourrait acheter des options de vente (*puts*) pour l'ensemble des actions qu'il va recevoir, de prix d'exercice 24.57€ (cours de clôture du 25 mars 2015) et d'une maturité égale au temps maximum nécessaire à la livraison des actions puis à leur vente sur le marché. En fonction du nombre de BSAAR qu'il détient, ce délai peut aller d'une semaine à un an.

Au 25 mars 2015, la valorisation obtenue par le modèle de Black-Scholes, pour des paramètres similaires à ceux utilisés pour le BSAAR, d'un *put* de prix d'exercice 24.57€ et de maturité 1 an est de 2.49€. Pour une maturité d'une semaine, la valorisation obtenue est de 0.31€.

En plus de la nécessité de disposer du montant nécessaire à l'exercice de ses BSAAR et des éventuels frais de transaction, un porteur qui souhaiterait garantir l'obtention de la valeur intrinsèque de 17.88€ correspondant au cours de clôture de 24.57€ le 25 mars 2015 devrait couvrir son risque de marché par l'achat de 4 *puts* pour chaque BSAAR qu'il détient.

L'estimation indicative du coût de cette stratégie de couverture est comprise entre 1.24€ ($0.31€ * 4$) et 9.96€ ($2.49€ * 4$) par BSAAR, soit un montant par BSAAR obtenu après couverture compris entre 8.32€ et 17.04€, inférieur au prix de rachat proposé de 18€.

IV. ANALYSE DE L'OPERATION

Evolution du pourcentage de détention des actions par l'actionnaire principal

Au 25 mars 2015, l'actionnaire principal a déclaré détenir 8 851 276 actions, soit 29.19% des 30 320 926 actions hors autocontrôle.

A l'issue de la procédure de désintéressement et sous réserve des conditions de marché, l'actionnaire principal exercera éventuellement les 170 962 BSAAR qu'il détiendra encore. Il obtiendra ainsi 683 848 actions supplémentaires, soit un total de 9 535 124 actions.

Si 100% des BSAAR du public et des managers sont apportés à la procédure de désintéressement et n'occasionnent donc la création d'aucune action supplémentaire, l'actionnaire principal détiendra 30.75% des 31 004 774 actions hors autocontrôle et 38.75% des 47 399 129 droits de votes exerçables en AG.

Dans une telle situation, l'actionnaire principal franchirait donc le seuil de détention de 30% du capital, auquel cas il serait présenté à l'Autorité des Marchés Financiers une demande de dérogation au lancement d'une OPA, dans un contexte où Pierre et Benoît Bonduelle SAS détient d'ores et déjà le contrôle de Bonduelle⁵.

Si l'ensemble des BSAAR détenus par le public et des managers sont exercés et occasionnent donc la création de 957 708 actions supplémentaires, l'actionnaire principal détiendra 29.83% des 31 962 482 actions hors autocontrôle et 37.98% des 48 356 837 droits de votes exerçables en AG.

Rentabilité obtenue par les porteurs de BSAAR depuis la souscription

Les BSAAR 2009 en circulation sont issus de :

- l'émission d'OBSAAR de juillet 2007, convertis en BSAAR 2009 ;
- l'émission d'OBSAAR d'avril 2009.

En 2007, les BSAAR avaient été souscrits sur la base d'un prix de 7.50€ puis ont été convertis en BSAAR 2009 à une parité de 1 pour 1. Un rachat des BSAAR à 18.00€ correspond à une rentabilité de +140.0% sur la période, soit une rentabilité annuelle de +12.0%. Sur la même période, la rentabilité de l'indice SBF120 avec dividendes s'établit à +15.6%, soit une rentabilité annuelle de +1.9%.

En 2009, les BSAAR émis indépendamment ont été souscrits sur la base d'un prix de 4.73€ par BSAAR. Un rachat des BSAAR à 18.00€ correspond à une rentabilité de +280.5% sur la période, soit une rentabilité annuelle de +25.2%. Sur la même période, la rentabilité de l'indice SBF120 avec dividendes s'établit à +128.3%, soit une rentabilité annuelle de +14.9%.

⁵ A fin décembre 2014, l'actionnaire principal a déclaré contrôler 37.90% des droits de vote exerçables en AG et 59.99% de concert avec d'autres actionnaires familiaux.

Effets comptables et financiers de l'opération de rachat des BSAAR

Effet comptable sur les fonds propres et la trésorerie

La valorisation de la composante fonds propres des BSAAR dans les comptes consolidés à l'émission des BSAAR était de 8.68M€ (y compris les BSAAR 2007), avec une contrepartie équivalente en trésorerie.

En cas de rachat d'une proportion P% de l'ensemble des BSAAR en circulation à un prix de 18.00€ par BSAAR, l'effet comptable sur les fonds propres et la dette nette est le suivant :

- Les fonds propres de la société diminuent du montant du rachat, soit $P\% * 1\,426\,739 * 18\text{€}$, soit 22.6M€ sur la base d'un prix de rachat de 18.00€ et en supposant que tous les BSAAR des managers et du public soient apportés à la procédure de désintéressement ;
- L'exercice éventuel par l'actionnaire principal des 170 962 BSAAR qu'il détiendra encore augmente les fonds propres de $170\,962 * 4 * 20\text{€}$, soit 13.7M€ actuellement.
- En cas d'exercice par l'actionnaire principal du solde de ses BSAAR, l'émission initiale des BSAAR et la procédure envisagée seraient sans impact notable sur les fonds propres (+8.68M€ à l'émission - 22.6M€ d'impact du rachat + 13.7M€ liés à l'exercice des BSAAR résiduels de l'actionnaire principal) et sur la dette nette du groupe.

Effet financier sur la valorisation de la société dans TRIVAL

L'initiation du rachat a pour effet de supprimer une partie de la dilution potentielle par l'annulation des BSAAR rachetés. En contrepartie, la société renonce à de nouveaux fonds propres potentiels, dans le cas où ces BSAAR auraient été exercés. Par ailleurs, le rachat engendre un décaissement de liquidités afin de racheter les BSAAR à leurs porteurs actuels et un encaissement lié à l'exercice supposé des BSAAR restants. Enfin, le traitement comptable de l'opération a été décrit ci-dessus.

Dans le modèle TRIVAL, avant l'annonce du rachat des BSAAR, le nombre d'actions de la société ainsi que les niveaux de fonds propres et de dettes nettes tiennent compte de l'exercice probable de l'ensemble des BSAAR et de la dilution engendrée.

En cas de rachat d'une proportion P% de l'ensemble des BSAAR en circulation à un prix de 18€ par BSAAR, la valorisation théorique dans TRIVAL au 24 mars 2015 évolue de la manière suivante.

Tableau 9- Evolution de la valorisation dans TRIVAL

	TRIVAL avant le rachat	TRIVAL suite au rachat		
		Scénario 1	Scénario 2	Scénario 3
Pourcentage des BSAAR rachetés (P%)	0.00%	71.24%	85.60%	88.02%
Pourcentage des BSAAR exercés (1-P%)	100.00%	28.76%	14.40%	11.98%
Fonds Propres	606.64	513.22	494.39	491.22
Dettes Nettes	428.50	528.10	548.19	551.57
Gearing	71%	103%	111%	112%
Nombre d'actions en dilution	36.54	32.48	31.66	31.52
Prix d'équilibre	25.37 €	26.24 €	26.45 €	26.49 €

Post rachat des BSAAR, le *gearing* Dettes Nettes / Fonds Propres serait au maximum de 112% dans le scénario 3, inférieur au *gearing* moyen de 124% depuis juin 2008. Quel que soit le scénario considéré, le rachat des BSAAR n'a pas d'impact sur la notation de risque financier de la société dans le modèle TRIVAL.

Selon le scénario considéré, l'opération conduit à une revalorisation **théorique** de l'action de la société comprise entre +3%, soit +0.87€ et +4%, soit +1.12€.

Situation pour la société

Comme indiqué précédemment, les BSAAR sont actuellement dans la monnaie, puisque les cours pondéré des volumes de l'action Bonduelle depuis le 3 février 2015 sont constamment supérieurs à 20 €. La société se trouve dans la situation de devoir répondre à des demandes d'exercice des BSAAR, en livrant soit des actions nouvelles, soit des actions existantes. Pour livrer des actions existantes, il pourrait être envisagé d'utiliser les actions auto-détenues. Toutefois, celles-ci doivent servir plusieurs besoins⁶ et, en tout état de cause, leur nombre (1 679 074 actions auto-détenues au 25 mars 2015, dont 1 590 564 affectées à la croissance externe) ne suffirait pas à couvrir l'exercice intégral des BSAAR (ceux-ci nécessitant la livraison de 5 706 956 actions) et celui des *stock-options* (516 200 actions). Dans ce contexte, livrer des actions existantes nécessiterait l'acquisition de titres sur le marché, ce qui poserait des problèmes au regard de la limite d'acquisition du programme de rachat d'actions (10% du nombre d'actions composant le capital social), et se heurterait à la faible liquidité de l'action en bourse déjà mentionnée. Un tel courant acheteur ne pourrait pas être absorbé sans décalage du cours et conduirait à des prix d'acquisition contraires à l'intérêt social de la société. Dans ces conditions, la société devrait nécessairement émettre de nouvelles actions afin de répondre à l'exercice des BSAAR, au détriment des actionnaires existants. La création d'actions nouvelles conduirait en effet à une augmentation de capital à 20€ par action pour un cours coté de 24.47€ en moyenne depuis 20 jours de bourse.

L'opération de rachat du bloc de 1 016 350 BSAAR détenus par l'actionnaire principal, suivie d'un désintéressement des autres porteurs de BSAAR, permet à la société d'être en situation d'offrir une liquidité immédiate aux porteurs de BSAAR, et de répondre aux éventuels exercices, en limitant la dilution pour les actionnaires existants et sans dégrader le profil de risque financier de la société (cf. ci-dessus). En effet, le rachat du bloc de 1 016 350 BSAAR détenus par l'actionnaire principal supprime la livraison potentielle de 4 065 400 actions. Suite à la procédure de désintéressement, Bonduelle prévoit de réaffecter une partie de ses actions auto-détenues à l'objectif de couverture des BSAAR afin de livrer des actions existantes en cas d'exercice des BSAAR. Le nombre maximal d'actions à livrer dans le cadre de l'exercice des BSAAR restants sera alors de 1 641 556 actions.

Intérêt de l'opération pour la société

L'émission des OBSAAR en avril 2009⁷ avait pour objectif de donner au groupe les moyens de se développer, tant par une croissance organique maîtrisée que par une stratégie opportuniste d'acquisitions, d'une part en allongeant la maturité de sa dette et en profitant d'une ressource

⁶ Cf. la description du programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale mixte du 5 décembre 2013 (page 238 du document de référence 2013-2014) : assurer l'animation du marché secondaire ou la liquidité de l'action Bonduelle [...], conserver les actions achetées et les remettre ultérieurement [...] dans le cadre d'opérations éventuelles de croissance externe [...], assurer la couverture de plans d'options d'achats d'actions et/ou de plans d'actions attribuées gratuitement [...], assurer la couverture de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution d'actions de la société dans le cadre de la réglementation en vigueur, procéder à l'annulation éventuelle des actions acquises [...].

⁷ Cf. les objectifs mentionnés dans la note d'opération d'avril 2009

obligataire à coût réduit, et d'autre part en bénéficiant à terme d'un possible renforcement de ses fonds propres par le biais de l'exercice des BSAAR. La société souhaitait également intéresser une population d'une soixantaine de managers et mandataires sociaux aux résultats de Bonduelle au moyen des BSAAR.

Du fait de la très mauvaise situation des marchés financiers en 2009 (crise de liquidité, frilosité des banques) et afin de faciliter la levée de fonds, l'actionnaire principal s'était engagé à souscrire à l'ensemble des BSAAR non acquis après proposition aux managers et au marché, expliquant son pourcentage actuel de détention. L'adjonction d'une composante optionnelle (les BSAAR), favorisée par l'engagement de souscription de l'actionnaire principal, a dans les faits bel et bien permis à la société de bénéficier de conditions de financement plus avantageuses qu'une émission obligataire simple. L'émission obligataire avait été réalisée à un taux Euribor 3 mois (environ 1.5% à l'époque) plus un spread de 0.686%⁸.

Depuis lors, la situation des marchés de financement a largement changé. L'action volontariste de la BCE depuis l'été 2011 a permis une détente générale des taux d'intérêt et une abondance de liquidités disponibles. Le groupe Bonduelle a remboursé l'emprunt obligataire de 140 M€ d'avril 2009 (en trois tranches entre 2012 et 2014) et l'emprunt obligataire de 150 M€ de 2007 (en juillet 2013). L'évolution des marchés de financement, et l'évolution opérationnelle du groupe Bonduelle (cf. ci-dessous) a permis un placement privé européen (Euro PP) en septembre 2012 de 145 M€ à maturité sept ans pour un taux de 3.83%⁹. La société a également mis en place en juillet 2012 une ligne de crédit RCF (*Revolving Credit Facility*) auprès d'un pool de sept banques, pour un montant de 300 M€. Cette ligne de crédit a été renégociée en juillet 2014, avec allongement de la maturité (étendue de deux ans, avec une option de deux années supplémentaires) et baisse sensible de la marge de crédit, contribuant au recul du coût de l'endettement financier net (coût moyen de 3.27% mentionné dans les comptes au 31 décembre 2014, contre 3.52% l'année précédente).

S'agissant de l'objectif de développement de la société mentionné lors de l'émission de 2009, la société a mené à bien sa stratégie de croissance couplant croissance organique et croissance externe : depuis 2009, le chiffre d'affaires du groupe est en croissance de +26% et la société a réalisé des acquisitions nettes des cessions pour un total de 95M€ (cf. page 7). Dans le même temps, la société n'a procédé à aucune augmentation de capital et a distribué 58M€ de dividendes à ses actionnaires.

Le possible renforcement des fonds propres, qui était un des objectifs de l'émission de 2009 n'a donc a posteriori pas été nécessaire, la société n'en ayant pas eu besoin pour financer son expansion, réduire son levier et améliorer le coût de ses financements.

En conséquence, le principal objectif de l'opération pour la société Bonduelle est de limiter la création potentielle de fonds propres qui résulterait de l'exercice des BSAAR, celle-ci n'étant plus nécessaire dans la structure actuelle du groupe.

⁸ Compte tenu de sa structure financière et de sa taille, qui aboutissait à une note de risque financier de 4 pour la société dans le modèle Trival en avril 2009, Bonduelle n'aurait probablement pas pu prétendre à un rating supérieur à BBB-. Même si les conditions de financement s'étaient un peu améliorées par rapport au paroxysme de la crise financière à l'automne 2008, les conditions restaient tendues : début avril 2009, les émissions obligataires de notation comparable affichaient un taux actuariel sur le marché secondaire de l'ordre de 7% à 7.5% pour une maturité de cinq ans.

⁹ Le taux actuariel de cet emprunt sur le marché secondaire obligataire est actuellement de l'ordre de 70 points de base pour une maturité de maintenant cinq ans.

Après avoir inscrit en fonds propres en 2007 et 2009 le produit net de l'émission des BSAAR, la société comptabilisera leur annulation à hauteur du montant du rachat total. L'exercice éventuel du solde de ses 170 962 BSAAR par l'actionnaire principal à l'issue de la procédure de désintéressement, qui se soldera par une augmentation des fonds propres et un réinvestissement partiel des montants perçus de 13.7M€, compensera cet effet. Le montant réinvesti par l'actionnaire principal serait alors supérieur à la plus-value avant impôt de 12.2M€¹⁰ qu'il a réalisée sur le rachat de ses 1 016 350 BSAAR.

L'annulation des fonds propres potentiels par l'opération de rachat des BSAAR et la procédure de désintéressement est sans impact sur la notation de risque financier de la société, selon les calculs ressortant du modèle Trival d'Associés en Finance (cf. page 20). Elle renforce la visibilité financière de la société.

Au total, l'opération de rachat du bloc de BSAAR puis désintéressement des autres porteurs, qui limite la création de fonds propres potentiels qui ne sont plus nécessaires dans la situation actuelle de Bonduelle, est cohérente avec l'intérêt social de la société.

¹⁰ Plus-value par BSAAR racheté à l'actionnaire = Prix de rachat par BSAAR (18.00€) – Prix de revient par BSAAR (6.01€)

Mesure de l'avantage consenti aux porteurs de BSAAR

L'avantage consenti aux porteurs de BSAAR correspond à la différence entre le prix de rachat par BSAAR de 18.00€ et notre valorisation centrale de 17.88€ pour une volatilité de 22%.

Rappelons que l'actionnaire principal Pierre & Benoît Bonduelle SAS détient 1 187 312 BSAAR et que le rachat de bloc porte sur 1 016 350 BSAAR, soit 71.24% des BSAAR en circulation. Le nombre minimum de BSAAR rachetés est donc de 1 016 350 BSAAR.

Le nombre de BSAAR détenus par le public ou les managers qui vont être apportés à la procédure de désintéressement ne sera connu qu'à l'échéance de celle-ci et trois scénarios sont donc étudiés : 0%, 85.6%¹¹ et 100% des BSAAR détenus par le public ou les managers sont apportés à la procédure de désintéressement (ci-après « scénario 1 », « scénario 2 » et « scénario 3 »).

Rappelons que le public et les managers détiennent 239 427 BSAAR soit 16.78% des BSAAR en circulation. Dans les trois scénarios étudiés, le public et les managers apporteront donc 0%, 85.6% et 100% des BSAAR qu'ils détiennent, soit respectivement 0, 204 952 et 239 427 BSAAR.

Le tableau 7 présente l'avantage consenti aux porteurs de BSAAR sur la base de notre scénario de valorisation central.

Tableau 7 – Avantage consenti aux porteurs de BSAAR

	Pourcentage de BSAAR apporté par le public et les managers		
	0.00%	85.60%	100.00%
Valeur du BSAAR	17.88 €	17.88 €	17.88 €
Prix de rachat par BSAAR	18.00 €	18.00 €	18.00 €
Prime par BSAAR	0.12 €	0.12 €	0.12 €
Nombre de BSAAR en circulation	1 426 739	1 426 739	1 426 739
Nombre de BSAAR détenus par PBB	1 187 312	1 187 312	1 187 312
Nombre de BSAAR détenus par le public et les managers	239 427	239 427	239 427
Nombre de BSAAR racheté à PBB	1 016 350	1 016 350	1 016 350
Nombre de BSAAR rachetés au public et aux managers	-	204 952	239 427
Nombre total de BSAAR rachetés	1 016 350	1 221 302	1 255 777
Avantage consenti aux porteurs de BSAAR	121 962 €	146 556 €	150 693 €
<i>par action</i>	<i>0.00 €</i>	<i>0.00 €</i>	<i>0.00 €</i>
<i>en % du prix de l'action (cours de 24.57€ au 25 mars 2015)</i>	<i>0.02%</i>	<i>0.02%</i>	<i>0.02%</i>

Sur la base de notre valorisation centrale, l'avantage consenti aux porteurs de BSAAR par les actionnaires est compris entre 121 962€ et 150 693€, soit un montant peu significatif de 0.00€ par action hors autocontrôle, ou 0.02% du cours de l'action au 25 mars 2015.

Les calculs effectués pour des volatilités de 21% et 23% aboutissent aux mêmes résultats, la valorisation du BSAAR étant identique (cf. page 17).

¹¹ Ce scénario correspondrait notamment au cas où le public et les managers décideraient de dupliquer la position de Pierre & Benoît Bonduelle SAS (qui souhaite réinvestir le produit de cession des BSAAR en exerçant le solde de ses BSAAR).

Mesure de l'avantage consenti à l'actionnaire principal

L'actionnaire principal détient 29.19% des actions hors autocontrôle et 83.22% des BSAAR.

L'Actionnaire Principal est affecté négativement par l'opération au même titre que l'ensemble des actionnaires et positivement au même titre que l'ensemble des porteurs de BSAAR.

Son avantage financier se mesure par la somme de l'avantage dont il bénéficie au titre de ses BSAAR et du désavantage qu'il supporte au titre de ses actions, soit la somme entre :

- Son nombre de BSAAR rachetés multiplié par la différence entre le prix de rachat de 18.00€ et notre valorisation centrale de 17.88€.
- Son nombre d'actions multiplié par l'avantage par action consenti à l'ensemble des porteurs de BSAAR calculé précédemment.

L'avantage par action consenti à l'ensemble des porteurs de BSAAR étant fonction du pourcentage des BSAAR détenus par les managers et le public apportés à la procédure de désintéressement, l'avantage financier consenti à l'actionnaire principal en est aussi fonction.

Le tableau 8 présente l'avantage financier de l'actionnaire principal sur la base de notre scénario de valorisation central.

Tableau 8 – Avantage consenti à l'actionnaire principal

	Pourcentage de BSAAR apporté par le public et les managers		
	0.00%	85.60%	100.00%
Valeur du BSAAR	17.88 €	17.88 €	17.88 €
Prix de rachat par BSAAR	18.00 €	18.00 €	18.00 €
Prime par BSAAR	0.12 €	0.12 €	0.12 €
Nombre de BSAAR détenus par PBB	1 187 312	1 187 312	1 187 312
% de BSAAR détenu par PBB	83.22%	83.22%	83.22%
Nombre de BSAAR rachetés à PBB	1 016 350	1 016 350	1 016 350
% de ses BSAAR rachetés à PBB	85.60%	85.60%	85.60%
Avantage financier sur les BSAAR rachetés à PBB (1)	121 962 €	121 962 €	121 962 €
Nombre d'actions détenues par PBB	8 851 276	8 851 276	8 851 276
% du capital détenu par PBB	29.19%	29.19%	29.19%
Avantage consenti par action aux porteurs de BSAAR	0.00 €	0.00 €	0.00 €
Désavantage financier sur les actions détenues par PBB (2)	-35 603 €	-42 783 €	-43 990 €
Avantage total consenti à l'actionnaire principal (1) + (2)	86 359 €	79 179 €	77 972 €
<i>par action</i>	<i>0.00 €</i>	<i>0.00 €</i>	<i>0.00 €</i>
<i>en % du prix de l'action (cours de 24.57€ au 25 mars 2015)</i>	<i>0.01%</i>	<i>0.01%</i>	<i>0.01%</i>

Sur la base de notre valorisation centrale, l'avantage financier consenti à l'actionnaire principal est compris entre 77 972€ et 86 359€, soit un montant peu significatif de l'ordre de 0.00€ par action hors autocontrôle, ou de 0.01% du cours de l'action au 25 mars 2015.

Les calculs effectués pour des volatilités de 21% et 23% aboutissent aux mêmes résultats, la valorisation du BSAAR étant identique (cf. page 17).

Ce calcul retient aussi l'hypothèse que l'actionnaire principal n'apportera pas ses 170 962 BSAAR restants à la procédure de désintéressement.

CONCLUSION

Le principal objectif de l'opération pour la société Bonduelle est de limiter la création potentielle de fonds propres qui résulterait de l'exercice des BSAAR et qui n'est plus nécessaire dans la structure actuelle du groupe.

L'opération proposée consiste dans le rachat d'un bloc de 1 016 350 BSAAR à l'actionnaire principal à 18.00€ par BSAAR (soit 85.6% des BSAAR qu'il détient, et un montant total de 18.3M€), et dans une procédure de désintéressement au même prix pour les autres porteurs de BSAAR. L'actionnaire principal exercera ultérieurement et sous réserve des conditions de marché le solde de ses BSAAR. Il réinvestira alors 13.7M€ dans la société, montant supérieur à la plus-value avant impôt de 12.2M€ qu'il a réalisée sur le rachat de ses 1 016 350 BSAAR.

Dans cette situation, la levée de fonds propres liée à l'exercice du solde des BSAAR de l'actionnaire principal compenserait l'impact sur les fonds propres du rachat des BSAAR. Par ailleurs, cette opération n'impliquerait pas, selon les calculs ressortant du modèle Trival d'Associés en Finance, de modification sensible du niveau de risque financier de Bonduelle. L'opération est cohérente avec l'intérêt social de la société.

Par la procédure de désintéressement, les managers et le public bénéficient d'une opportunité de liquidité sur un titre sur lequel les échanges en bourse sont très faibles.

La valorisation des BSAAR a été effectuée sur la base de la moyenne des cours pondérés des volumes de l'action sur 20 jours de bourse arrêtés au 25 mars 2015, soit 24.47€. Elle a également été menée sur la base du point bas de 23.10€ et du point haut de 24.91€ des cours pondérés de la période.

Au 25 mars 2015, la valorisation des BSAAR Bonduelle est comprise entre 13.58€ et 19.64€, en fonction de la volatilité et du cours de référence utilisé.

Sur la base du prix de rachat de 18.00€ proposé par la société, légèrement supérieur à notre scénario central de valorisation à 17.88€, l'avantage consenti aux porteurs de BSAAR par les actionnaires est compris entre 121 962€ soit un montant peu significatif de 0.00€ par action ou 0.02% du cours de clôture de l'action au 25 mars 2015 et 150 693€ soit 0.00€ par action ou 0.02% du cours de clôture de l'action au 25 mars 2015.

L'actionnaire principal est affecté négativement par l'opération au même titre que l'ensemble des actionnaires et positivement au même titre que l'ensemble des porteurs de BSAAR. Son avantage financier se mesure par la somme de l'avantage dont il bénéficie au titre de ses BSAAR et du désavantage qu'il supporte au titre de ses actions. Celui-ci est compris entre 77 972€ soit 0.00€ par action ou 0.01% du cours de clôture de l'action au 25 mars 2015 et 86 359€ soit 0.00€ par action ou 0.01% du cours de clôture de l'action au 25 mars 2015.

Le rachat du bloc et le désintéressement au même prix proposé aux autres porteurs de BSAAR supprime pour les actionnaires la majeure partie de la dilution qu'engendrerait leur exercice. Celle-ci conduirait à une augmentation de capital à 20€ par action pour un cours coté de 24.47€ en moyenne depuis 20 jours de bourse.

L'opération de rachat du bloc de BSAAR puis désintéressement des autres porteurs, qui limite la création de fonds propres potentiels qui ne sont plus nécessaires dans la situation actuelle de Bonduelle, est cohérente avec l'intérêt social de la société.

Compte tenu des éléments qui précèdent, le prix de rachat proposé de 18€, qui se situe dans la fourchette de nos valorisations, est donc équitable dans les conditions actuelles de marché pour les porteurs de BSAAR et pour l'ensemble des actionnaires de la société.



Bertrand Jacquillat
Président-Directeur Général