

*Cette offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

## **PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE**

portant sur les actions de la société



**G.H. MUMM ET CIE - SOCIETE VINICOLE DE CHAMPAGNE, SUCCESSEUR  
(« Mumm »)**

initiée par la société



présentée par



**PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIETES PERNOD RICARD ET MUMM**

**Prix de l'offre : 200 euros par action Mumm  
Durée de l'offre : 10 jours de négociation**

### **Avis important**

Sous réserve de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions Mumm qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées le jour de bourse suivant le jour de clôture de l'offre publique de retrait à la société Pernod Ricard, moyennant une indemnisation d'un montant de 200 euros par action Mumm, net de tout frais.



Le présent projet de note d'information a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 28 février 2008, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-18 et 231-19 du règlement général de l'AMF.

**LA PRESENTE OFFRE ET LE PROJET DE NOTE D'INFORMATION RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF.**

Le présent projet de note d'information est disponible sur le site Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), sur le site Internet de Pernod Ricard ([www.pernod-ricard.com](http://www.pernod-ricard.com)), sur le site internet de Mumm ([www.mumm.com](http://www.mumm.com)), et peut être également obtenu sans frais auprès de :

<b>PERNOD RICARD</b>	<b>MUMM</b>	<b>SOCIETE GENERALE</b>
12, place des Etats-Unis	29, rue du Champ de Mars	CAFI / EUR / ECM 17, cours Valmy
75783 Paris Cedex-16	51100 Reims	92972 Paris-La Défense Cedex

## TABLE DES MATIERES

<b>1.PRESENTATION DE L'OPERATION.....</b>	<b>4</b>
1.1 CONTEXTE DE L'OPERATION .....	4
1.1.1 Cadre juridique.....	4
1.1.2 Détention de plus de 95% du capital et des droits de vote de Mumm par Pernod Ricard et opérations sur le capital de Mumm .....	4
1.1.3 Répartition actuelle du capital de Mumm .....	5
1.1.4 Motifs et intentions de l'Initiateur.....	5
1.1.5 Résumé des accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre .....	6
1.2 CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	6
1.2.1 Conditions de l'Offre.....	6
1.2.2 Nombre de titres visés l'Offre .....	6
1.2.3 Modalités de l'Offre .....	7
1.2.4 Calendrier indicatif de l'Offre .....	8
1.2.5 Financement de l'Offre – Frais liés à l'Offre.....	8
1.2.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	9
1.2.7 Régime fiscal de l'Offre et du Retrait Obligatoire .....	9
1.3 AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MUMM .....	12
1.4 ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT.....	13
1.4.1 Choix des méthodes d'évaluation.....	13
1.4.2 Données financières servant de base à l'évaluation.....	14
1.4.3 Mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie disponibles .....	15
1.4.4 Mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières .....	16
1.4.5 Mise en œuvre de la méthode des transactions comparables.....	17
1.4.6 Mise en œuvre de la méthode des transactions récentes .....	17
1.4.7 Mise en œuvre de la méthode de l'actif net réévalué.....	17
1.4.8 Synthèse des éléments d'appréciation du prix offert.....	19
1.5 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	19
A. Présentation de AA Fineval et déclaration d'indépendance .....	19
B. Documents mis à disposition de l'expert.....	21
C. Présentation de G.H.Mumm et contexte de l'opération .....	22
D. Evaluation multicritères de G.H.Mumm.....	24
<b>2.PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION .....</b>	<b>33</b>
2.1 POUR PERNOD RICARD.....	33
2.2 POUR MUMM.....	34
2.3 ETABLISSEMENT PRESENTATEUR.....	34

## 1. PRESENTATION DE L'OPERATION

En application des articles 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), Pernod Ricard, société anonyme au capital de 340.195.122,20 euros, dont le siège social est situé 12, place des Etats-Unis 75783 Paris Cedex 16, immatriculée au Registre du commerce des sociétés sous le numéro 582 041 943 R.C.S. Paris (« **Pernod Ricard** », ou l'« **Initiateur** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») à offrir aux actionnaires de la société G.H. Mumm et Cie. – Société Vinicole de Champagne, Successeur, société anonyme au capital de 61.311.069,50 euros, dont le siège social est situé 29 rue du champ de mars, 51100 Reims, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 562 084 129 R.C.S. Reims (« **Mumm** », ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions au prix de 200 euros par action dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'« **OPR** » ou l'« **Offre** »), qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »).

Société Générale est l'établissement présentateur de l'Offre et 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 Pernod Ricard dans le cadre de l'Offre.

### 1.1 CONTEXTE DE L'OPERATION

#### 1.1.1 Cadre juridique

La loi n°96-597 du 2 juillet 1996 dite de modernisation des activités financières et le décret No. 97-1050 du 14 novembre 1997 ont supprimé le relevé quotidien du hors cote, sur lequel les actions de la Société étaient inscrites.

Ledit décret a laissé au Conseil des marchés financiers le soin de publier la liste des sociétés figurant le 1<sup>er</sup> juillet 1998 au relevé quotidien du hors-cote dont les actions ont été radiées d'un marché réglementé et qui, à ce titre, étaient susceptibles de faire l'objet des procédures d'offre et de demande de retrait prévues au 3° de l'article 33 de la loi du 2 juillet 1996 précitée.

Le 1<sup>er</sup> juillet 1998, le Conseil des marchés financiers a publié cette liste, sur laquelle figure Mumm (communiqué n° 198C0583). A ce titre, Mumm est susceptible de faire l'objet des procédures d'offre publique de retrait et de retrait obligatoire, dans les conditions prévues par le Règlement général de l'AMF.

#### 1.1.2 Détention de plus de 95% du capital et des droits de vote de Mumm par Pernod Ricard et opérations sur le capital de Mumm

La compagnie Seagram Ltd. a déposé une offre publique d'achat ouverte du 14 janvier au 14 février 1985 sur les actions G.H. Mumm et Cie.

A la suite de cette offre, en 1992, les sociétés du groupe Seagram détenaient ensemble 97,44% du capital et des droits de vote de G.H. Mumm et Cie ainsi que 99,84% des obligations convertibles émises par la Société.

Le 10 juillet 1992, la société Seagram International B.V., agissant de concert avec les autres sociétés du groupe Seagram, a déposé auprès du Conseil des Bourses de Valeurs un projet d'offre publique de retrait visant la totalité des actions Mumm.

Cette offre publique de retrait n'a pas permis à Seagram International B.V. d'acquérir l'intégralité des actions Mumm, de sorte qu'à l'issue de celle-ci, un certain nombre d'actionnaires minoritaires

demeuraient présents au capital de la Société. Il convient de noter qu'en 1992, le droit français n'offrait pas la faculté de mettre en œuvre des procédures de retrait obligatoire.

La Société a été radiée de la cote le 24 septembre 1992 à l'issue de cette offre publique de retrait, le titre Mumm n'étant plus liquide.

En juillet 2005, Pernod Ricard a acquis le groupe Allied Domecq, prenant ainsi indirectement le contrôle de Mumm.

Depuis cette date, Pernod Ricard a régulièrement acquis des actions par le biais de transactions effectuées de gré à gré à la demande des actionnaires minoritaires qui souhaitaient céder leurs titres.

La participation de Pernod Ricard dans le capital de la Société est détenue par Financière Moulins de Champagne, filiale contrôlée à 99,6% par Pernod Ricard (« FMC »).

### 1.1.3 Répartition actuelle du capital de Mumm

A ce jour, la composition de l'actionnariat de la Société était la suivante :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote (*)
FMC (groupe Pernod Ricard)	2.002.414	99,61	2.002.414	99,61
Public	7.785	0,39	7.785	0,39
<b>Total</b>	<b>2.010.199</b>	<b>100</b>	<b>2.010.199</b>	<b>100</b>

(\*) Pourcentage calculé conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF sur la base des actions auxquelles sont attachés des droits de vote (y compris les actions privés de droits de vote), soit un total de 2.010.199 droits de vote.

### 1.1.4 Motifs et intentions de l'Initiateur

Souhaitant acquérir le solde du capital de la Société, Pernod Ricard a déposé auprès de l'AMF la présente Offre qui sera immédiatement suivie du Retrait Obligatoire, les actionnaires minoritaires détenant à ce jour ensemble moins de 5% du capital et des droits de vote de la Société. Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté la Société Générale qui a procédé à une évaluation de la valeur des actions Mumm, et dont une synthèse est reproduite à la section 1.4 ci-après. Au vu de cette synthèse, l'Initiateur a décidé de fixer le prix de l'Offre suivie immédiatement du Retrait Obligatoire à 200 euros par action. Par ailleurs, le conseil d'administration du 20 décembre 2007 de Mumm a, en application des dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du Règlement général de l'AMF, mandaté le cabinet AA Fineval en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le prix des actions Mumm offert aux actionnaires minoritaires et dont le rapport est intégralement reproduit ci-après.

Il est rappelé que l'Initiateur détient, à la date du présent document et par l'intermédiaire de FMC, 99,61% du capital et des droits de vote de la Société. Pernod Ricard apporte à ce titre son soutien à Mumm afin que celle-ci poursuive sa stratégie et dispose des moyens nécessaires à cet effet, sous la conduite de son management actuel. L'Initiateur n'entend pas, à l'issue de l'Offre, modifier la composition des organes de direction de Mumm.

Pernod Ricard a l'intention, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes, de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par Mumm et d'assurer son développement afin de conforter sa position concurrentielle sur ses principaux marchés. En ce sens, la

conduite des activités de la Société ne sera pas affectée par la mise en œuvre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

La réalisation de l'Offre et du Retrait Obligatoire permettra à la Société d'être intégralement détenues, directement et indirectement, par Pernod Ricard. La gestion de sa vie sociale s'en trouvera donc simplifiée, ce qui bénéficiera tant à la Société elle-même qu'au groupe Pernod Ricard.

En termes de politique sociale, l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite et de développement de l'activité opérationnelle de Mumm. Elle n'est motivée que par une volonté de rationaliser l'organisation et la gestion des participations du groupe Pernod Ricard. De ce fait, l'Offre n'aura pas d'impact significatif sur la politique de Mumm en matière d'emploi et les salariés du groupe continueront à bénéficier du même statut collectif et individuel.

Enfin, l'Initiateur n'envisage pas, à ce stade, de fusionner avec Mumm, ni de fusionner la Société avec FMC ou l'une quelconque des autres sociétés de son groupe. Pernod Ricard se réserve néanmoins la possibilité d'adapter à l'avenir la structure juridique de son groupe si les circonstances venaient à l'exiger, afin d'en optimiser l'efficacité.

#### **1.1.5 Résumé des accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre**

Il n'existe, à la connaissance de la Société et de l'Initiateur, aucun accord significatif au niveau de Mumm ou de Pernod Ricard susceptible d'avoir une incidence sur l'issue de l'Offre.

## **1.2 CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE**

### **1.2.1 Conditions de l'Offre**

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, Société Générale, agissant pour le compte de Pernod Ricard, a déposé auprès de l'AMF le projet d'Offre qui sera immédiatement suivie du Retrait Obligatoire.

En conséquence, Pernod Ricard s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de Mumm à acquérir, au prix de 200 euros par action, les actions Mumm qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation au moins.

Société Générale, en tant qu'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Pernod Ricard dans le cadre de l'Offre.

### **1.2.2 Nombre de titres visés l'Offre**

Il est rappelé que FMC, filiale détenue indirectement à 99,6% par l'Initiateur, détient à la date du présent document, 2.002.414 actions représentant 99,61% du capital et des droits de vote de Mumm (pourcentage calculé conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF sur la base d'un capital composé de 2.010.199 actions et d'autant de droits de vote).

L'Offre porte sur l'ensemble des actions Mumm non encore détenues par le groupe Pernod Ricard, soit sur 7.785 actions Mumm.

### 1.2.3 Modalités de l'Offre

#### L'Offre

Le projet d'Offre fera l'objet d'un avis de dépôt de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, un communiqué conjoint relatif aux termes de l'Offre sera publié sous forme d'avis financier dans le journal Les Echos en date du 3 mars 2008. En outre, le présent document est tenu gratuitement à la disposition du public selon les modalités indiquées en page 2 ci-avant.

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

La note d'information définitive visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Pernod Ricard et Mumm, seront disponibles sur le site internet de l'AMF et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles sans frais, selon le cas, au siège de Pernod Ricard ou au siège de Mumm, et auprès de Société Générale. Un communiqué sera diffusé conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

Un avis annonçant l'ouverture de l'Offre sera publié par l'AMF. Un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et notamment sa date de prise d'effet sera publié par Euronext.

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

Conformément aux dispositions de l'Article 236-7 du Règlement général de l'AMF, l'ensemble des ordres portant sur les actions Mumm seront exécutés sur le marché. Société Générale, agissant pour le compte de Pernod Ricard, s'engage irrévocablement à acquérir en bourse, par l'intermédiaire de la société de bourse SG Securities (Paris) SAS, au prix de 200 euros par action toutes quantités d'actions Mumm qui seront présentées pendant la durée de l'Offre.

Le membre de marché acheteur agissant pour le compte de Pernod Ricard sera SG Securities (Paris) SAS.

Les actions Mumm détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les propriétaires d'actions inscrites en compte nominatif devront demander, dans les plus brefs délais, l'inscription de leurs actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

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

Les actionnaires de Mumm qui souhaiteraient apporter leurs actions dans le cadre de l'Offre devront remettre un ordre de vente, qui sera irrévocable, à leur intermédiaire financier (banque, entreprise d'investissement, etc.) dépositaire de leurs actions au plus tard à la date de clôture de l'Offre. Le règlement sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de bourse après chaque négociation.

Il est précisé que les frais de négociation resteront à la charge des vendeurs et de l'acheteur, chacun pour ce qui les concerne.

## **Le Retrait Obligatoire**

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du Règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, les actions Mumm qui n'auraient pas été présentées à l'Offre seront transférées à Pernod Ricard, moyennant indemnisation d'un montant identique au prix de l'Offre, soit 200 euros pour chaque action Mumm, nette de tous frais.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, le jour de bourse suivant le jour de clôture de l'Offre, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Société Générale qui centralisera les opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés par Euroclear France, les établissements dépositaires teneurs de comptes créditeront les comptes des détenteurs des actions Mumm de l'indemnité leur revenant. Conformément à l'article 237-6 du Règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par Société Générale pendant une durée de dix ans à compter du jour de bourse suivant la clôture et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

### **1.2.4 Calendrier indicatif de l'Offre**

<b>Date</b>	<b>Evénement</b>
28 février 2008	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">http://www.amf-france.org</a> ) et des sociétés concernées ( <a href="http://www.pernod-ricard.com">http://www.pernod-ricard.com</a> et ( <a href="http://www.mumm.com">http://www.mumm.com</a> ) du projet de note d'information conjointe
3 mars 2008	Publication d'un avis financier relatif aux termes de l'Offre dans le journal Les Echos
18 mars 2008	Déclaration de conformité par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe
Le 19 ou le 20 mars 2008	Publication d'un communiqué de mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF ainsi que les documents relatifs aux caractéristiques financières comptables et juridiques de Pernod Ricard et Mumm
25 mars 2008	Ouverture de l'Offre
7 avril 2008	Clôture de l'Offre
9 avril 2008	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire

### **1.2.5 Financement de l'Offre – Frais liés à l'Offre**

L'acquisition de la totalité des actions Mumm susceptibles d'être présentées à l'Offre représenterait, sur la base d'un prix d'Offre de 200 euros, un montant total maximum d'environ 1,56 millions d'euros hors frais divers et commissions.

Le rachat de ces actions sera financé en intégralité par recours aux ressources dont dispose l'Initiateur.

Le montant total des frais liés à l'Offre et au Retrait Obligatoire, nets d'impôts, en ce compris la rémunération de la banque présentatrice et celle de l'expert indépendant, les honoraires des conseils juridiques et comptables et les frais et débours divers, est estimé globalement à 360.000 euros environ.

### 1.2.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de France et aucune mesure ne sera prise en vue d'un tel enregistrement ou d'un tel visa. La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France. La présente note d'information et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou d'achat de valeurs mobilières ou une sollicitation d'une telle offre dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale ou à toute personne à laquelle une telle offre ou sollicitation ne pourrait être valablement faite.

Les titulaires d'actions Mumm en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la participation à l'Offre et la distribution de la présente note d'information peuvent faire l'objet de restrictions particulières, applicables conformément aux législations qui sont en vigueur hors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession du présent document sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. Pernod Ricard, Mumm et Société Générale déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne des règles locales et restrictions qui lui sont applicables.

### 1.2.7 Régime fiscal de l'Offre et du Retrait Obligatoire

La présente section tient compte de la législation en vigueur à la date de dépôt de la présente note d'information.

Les informations contenues dans le présent document ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable en l'état actuel de la législation fiscale française en vigueur et ne constituent pas des conseils ou avis juridiques et fiscaux.

Les actionnaires de la Société sont donc invités à étudier leur situation particulière avec leur conseil fiscal habituel.

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

- (i) ***Personnes physiques dont la résidence fiscale est située en France détenant des actions Mumm dans le cadre de leur patrimoine privé et qui ne réalisent pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations***

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 A du Code général des impôts (CGI), les plus-values résultant de l'apport d'actions Mumm à l'Offre, correspondant à la différence entre, d'une part, le prix offert et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions Mumm apportées à l'Offre, sont soumis, dès le premier euro, à l'impôt sur le revenu à un taux proportionnel actuellement fixé à 18% (article 200 A-2 du CGI) si le montant global des cessions de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés réalisées au cours de l'année civile (hors notamment cessions exonérées de titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions ("PEA") et échanges d'actions bénéficiant du sursis d'imposition prévu à l'article 150-0B du CGI) excède, par foyer fiscal, un seuil fixé à 25 000 euros pour l'imposition des revenus réalisés en 2008.

Le taux global d'imposition s'établit actuellement à 29% tenant compte :

- de l'impôt sur le revenu au taux proportionnel de 18% ;
- de la contribution sociale généralisée ("CSG") dont le taux est actuellement fixé à 8,2% ;
- de la contribution pour le remboursement de la dette sociale ("CRDS") dont le taux est actuellement fixé à 0,5% ;
- du prélèvement social de 2% ;
- de la contribution additionnelle au prélèvement social, dont le taux est fixé à 0,3%.

La CSG, la CRDS, le prélèvement social de 2% et la contribution additionnelle au prélèvement social de 0,3% ne sont pas déductibles de la base de l'impôt sur le revenu.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11° du CGI, les moins-values subies à raison de l'apport d'actions Mumm à l'Offre peuvent être imputées exclusivement sur les plus-values de même nature (à savoir celles visées à l'article 150-0 A du CGI) réalisées au cours de l'année de la cession ou des dix années suivantes, à condition que ces moins-values résultent d'opérations imposables, ce qui suppose notamment que le seuil annuel de cession susvisé (fixé actuellement à 25 000 euros pour les revenus de 2008) soit dépassé au titre de l'année de réalisation de la moins-value. Pour l'application de ces dispositions, les plus-values de même nature comprennent notamment les gains nets imposables en cas de clôture anticipée d'un PEA avant l'expiration de la cinquième année suivant l'ouverture dudit plan, les profits réalisés de manière occasionnelle sur bons d'options (Article 150 decies du CGI) et des profits réalisés de manière occasionnelle sur les marchés d'options négociables (Article 150 nonies du CGI).

**(ii) Personnes physiques dont la résidence fiscale est située en France et qui détiennent leurs actions dans le cadre d'un PEA**

En ce qui concerne les actions Mumm apportées à l'Offre et qui ont été acquises ou souscrites dans le cadre d'un PEA, le PEA ouvre droit, sous certaines conditions :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA à condition notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA, et
- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan ; ce gain reste néanmoins soumis au prélèvement social de 2%, à la contribution additionnelle audit prélèvement social de 0,3%, à la CSG, à la CRDS au taux en vigueur à la date de réalisation du gain.

Les moins-values subies dans le cadre d'un PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre. En cas de clôture anticipée d'un PEA avant l'expiration de la cinquième année ou, sous certaines conditions, en cas de clôture d'un PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan (ou la valeur de rachat du contrat de capitalisation) est inférieure au montant des versements effectués sur le PEA depuis sa date d'ouverture, les moins-values éventuellement constatées à cette occasion sont imputables sur les plus-values de cessions de valeurs mobilières visées à l'article 150-0 A du CGI et réalisées hors du PEA au cours de la même année ou des dix années suivantes, à condition que le seuil annuel de cession de valeurs mobilières (fixé à 25 000 euros pour les revenus de 2008) ait été dépassé au titre de l'année de réalisation des dites moins-values.

**(iii) *Personnes morales assujetties à l'impôt sur les sociétés, dont la résidence fiscale est située en France, titulaires d'actions Mumm***

**Régime de droit commun**

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de l'apport d'actions Mumm à l'Offre détenues depuis moins de deux ans, égales à la différence entre, d'une part, le prix offert et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions Mumm apportées à l'Offre, sont incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, c'est-à-dire en principe au taux actuel de l'impôt sur les sociétés de 33,1/3% (Article 219-I 1<sup>er</sup> alinéa du CGI) majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% (Article 235 *ter* ZC du CGI) qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois. Sont toutefois exonérées de la contribution sociale les entreprises réalisant un chiffre d'affaires hors taxes inférieur à 7.630.000 euros et dont le capital, entièrement libéré, est détenu de manière continue, pour 75% au moins, par des personnes physiques ou par une société répondant aux mêmes conditions de libération du capital, de chiffre d'affaires et de détention du capital. En outre, pour ces mêmes entreprises, le taux de l'impôt sur les sociétés est fixé à 15%, dans la limite de 38.120 euros de bénéfice imposable par période de douze mois.

**Régime spécial des plus-values à long-terme**

Pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2007, les plus-values nettes à long terme afférentes à des titres de participation au sens de l'article 219-I-a *quinquies* du CGI et qui ont été détenus depuis plus de deux ans, font l'objet d'une exonération d'impôt sur les sociétés sous réserve d'une quote-part de frais et charges égale à 5% du résultat net des plus-values de cession prises en compte pour la détermination du résultat imposable dans les conditions de droit commun.

Constituent des titres de participation au sens de l'article 219 I. a *quinquies* du CGI les titres, autres que les titres de sociétés à prépondérance immobilière, qui revêtent ce caractère sur le plan comptable. Constituent également des titres de participation au sens de l'article 219 I. a *quinquies* du CGI les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'une offre publique d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice et les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales prévu aux articles 145 et 216 du CGI si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres des sociétés à prépondérance immobilière.

Pour les exercices ouverts à compter du 31 décembre 2007, les plus-values nettes réalisées lors de la cession de titres de sociétés à prépondérance immobilière cotées détenus depuis au moins deux ans relèvent du régime des plus-values à long terme mais sont imposées au taux spécifique de 16,5%, majoré le cas échéant de la contribution sociale de 3,3% précitée.

Chaque personne morale titulaire d'actions Mumm devra vérifier auprès de son conseil fiscal habituel si le régime des plus ou moins-values à long-terme est susceptible de s'appliquer aux gains et pertes réalisés lors de l'apport des actions Mumm à l'Offre ainsi que les conditions d'imputation des moins-values à long terme éventuelles.

**(iv) *Autres actionnaires***

**Personnes physiques ou morales dont la résidence fiscale est située en France soumises à un régime fiscal différent**

Les actionnaires personnes physiques et morales de la Société, résidents fiscaux de France autres que ceux visés ci-avant, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent

la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan professionnel, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur propre conseil fiscal.

**Personnes physiques ou morales dont la résidence fiscale est située hors de France**

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values de cession réalisées dans le cadre de l'Offre par les personnes physiques ou les personnes morales qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe soumis à l'impôt en France (Article 244 bis C du CGI) et sous réserve que la personne cédante n'ait à aucun moment détenu, directement ou indirectement, seule ou avec son conjoint, ses ascendants ou descendants, les ascendants ou descendants de son conjoint, une participation représentant plus de 25 % des droits dans les bénéfices sociaux de la Société à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession. Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'actions comprises dans une participation excédant ou ayant excédé le seuil de 25% au cours de la période susvisée sont soumises à l'impôt en France (article 244 bis B du CGI) au taux proportionnel actuellement fixé à 18%, sous réserve de l'application éventuelle des dispositions des conventions fiscales internationales applicables.

Toute personne physique ou morale dont la résidence fiscale est située hors de France et qui détient des actions de la Société devra examiner sa situation fiscale personnelle avec son conseil fiscal habituel.

**(v) Actions Mumm faisant l'objet du Retrait Obligatoire**

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

**1.3 AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MUMM**

Le conseil d'administration de Mumm s'est prononcé sur l'Offre et sur la mise en œuvre du Retrait Obligatoire lors de sa séance du 27 février 2008. Le texte de cet avis est reproduit ci-après :

« Le conseil d'administration de G.H. Mumm & Cie, Société vinicole de Champagne, Successeur s'est réuni ce jour sous la présidence de Monsieur Lionel Breton afin d'examiner le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire que la société Pernod Ricard a décidé de mettre en œuvre sur la totalité des actions G.H. Mumm & Cie qu'elle ne détient pas encore à ce jour au travers de sa filiale FMC. Trois administrateurs, étaient présents et deux administrateurs étaient absents et excusés. Le conseil d'administration a donc pu valablement délibérer.

Le conseil d'administration, connaissance prise du projet de note d'information conjointe, du rapport d'évaluation de Société Générale agissant en qualité de banque présentatrice de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, du rapport d'expertise indépendante du cabinet AA Fineval concluant au caractère équitable du prix proposé pour les actionnaires minoritaires de la société, et après en avoir délibéré, a, à l'unanimité :

- indiqué que le prix de 200 euros par action offert par l'initiateur lui paraissait équitable ;

- approuvé à l’unanimité les conditions de l’offre publique de retrait suivie d’un retrait obligatoire, et notamment le prix unitaire par action, qui lui apparaissent conformes, d’une part, aux intérêts propres de la société et de ses salariés en ce qu’elle s’inscrit dans une logique incontestable d’intégration industrielle et qu’elle n’entraînera aucun impact particulier sur l’emploi, ainsi que d’autre part, à ceux de tous ses actionnaires, et notamment des actionnaires minoritaires ;
- décidé de donner un avis pleinement favorable à la mise en œuvre de cette opération, et de recommander aux actionnaires d’y répondre favorablement en y apportant leurs titres à l’offre publique de retrait. »

## **1.4 ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT**

Les éléments d’appréciation du prix d’Offre figurant ci-après constituent la synthèse du rapport d’évaluation établi par la Société Générale, banque présentatrice, pour le compte de Pernod Ricard et en plein accord avec ce dernier, notamment en ce qui concerne les différentes méthodes d’évaluation et les hypothèses retenues.

L’évaluation de Mumm a été réalisée sur la base des informations transmises par la Société (comptes historiques ad-hoc, résultats prévisionnels et compléments d’informations spécifiques). Ces informations n’ont fait l’objet d’aucune vérification indépendante de la part de la Société Générale.

### **1.4.1 Choix des méthodes d’évaluation**

#### **Méthodes retenues**

L’évaluation a été réalisée sur la base d’une approche multicritères. Cinq méthodes ont été mises en œuvre. L’approche par les flux de liquidités disponibles paraît la plus adaptée compte tenu de son caractère intrinsèque et de la logique de continuité d’exploitation dans laquelle s’inscrit la Société.

Les méthodes analogiques ne peuvent être considérées comme complètement fiables compte tenu de la différence des profils des sociétés composant l’échantillon (comparaisons boursières) et de la difficulté d’obtenir et de s’assurer de la fiabilité des données financières sur les opérations retenues (transactions comparables).

Les acquisitions récentes d’actions par l’actionnaire de référence constituent une référence, ces prix de transactions étant librement acceptés par les vendeurs et l’acheteur. Toutefois, la portée de cette approche doit être pondérée au regard du faible nombre d’actions échangées et de l’absence supposée d’acquéreurs autres que l’actionnaire de référence.

L’approche de l’actif net réévalué paraît peu adaptée compte tenu de la logique de liquidation théorique de la Société dans laquelle elle s’inscrit. La Société constitue un actif stratégique de Pernod Ricard qu’il n’a pas l’intention de démanteler.

#### **Méthodes écartées**

Analyse des données boursières : la Société ayant été radiée du marché réglementé depuis plus de dix années, cette approche ne peut être mise en œuvre.

Actualisation des dividendes futurs : le rendement (traduisant le ratio du dividende sur la valeur de l’action) n’est pas retenu comme un critère de référence. En effet, celui-ci dépend, par essence, des décisions futures relatives au taux de distribution qui seront prises en fonction des opportunités

d'investissements identifiées par la Société et des perspectives de croissance anticipées par celle-ci. Pour information, la Société n'a pas distribué de dividende au cours des deux derniers exercices.

Actif net comptable : la méthode de l'actif net comptable intègre les différents actifs de la société à évaluer à leur valeur historique sans tenir compte de la capacité bénéficiaire des différents actifs. A titre indicatif, l'actif net comptable par action de la Société s'établit à 108,9€ au 31 décembre 2007.

#### **1.4.2 Données financières servant de base à l'évaluation**

##### **Données financières historiques**

La Société ne publie pas de comptes consolidés au périmètre visé. Les comptes utilisés pour l'évaluation ont été établis par la Direction Financière de la Société et n'ont pas fait l'objet d'une revue par un intervenant extérieur ou d'une certification par un commissaire aux comptes.

Ces comptes ont été établis conformément aux normes IFRS, de façon homogène aux principes et méthodes comptables appliqués par le groupe Pernod Ricard dans l'établissement de ses comptes consolidés.

##### **Données financières prévisionnelles 2008-2010**

Le plan d'affaires a été élaboré par la Direction financière de la Société et validé par la Direction de la Société. S'appuyant sur les comptes consolidés des exercices 2006 et 2007 et sur la comptabilité analytique de la Société. Son point de départ est le budget 2008 et son horizon est 2010.

Les principes retenus sont homogènes à ceux des comptes consolidés pro-forma.

Le business plan est construit à partir des hypothèses de volumes et de prix pour les différents produits de la gamme, regroupés en cinq catégories (Mumm Cordon Rouge, Mumm Qualité Supérieure, Autres Mumm, Perrier-Jouët Belle Epoque et Autres Perrier-Jouët).

##### **Données financières prévisionnelles 2010-2017**

La Société étant dans une phase d'investissement destinée à repositionner les marques, notamment à l'international, la rentabilité, y compris à l'horizon du plan d'affaires, reste faible et inférieure à celle de sociétés comparables.

C'est pourquoi, une prolongation du plan d'affaires de la Société a été réalisée par la Société Générale avec les hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires : maintien d'une croissance de 2011 à 2013 identique à 2010 compte tenu des investissements entrepris puis baisse du taux de croissance jusqu'à 2,5% en 2017.
- Marge d'EBE de 25% en 2017 par analogie avec les sociétés cotées comparables.
- Investissements de 2,8% du chiffre d'affaires en 2017 par analogie avec les sociétés cotées comparables ; convergence des dotations aux amortissements avec les investissements à l'horizon des projections.
- Besoin en fonds de roulement : baisse régulière (en pourcentage du chiffre d'affaires) qui s'appuie sur les hypothèses suivantes :
  - ◆ Des stocks représentant 155% du chiffre d'affaires à l'horizon des projections. Ce chiffre se compare à 138% pour les sociétés cotées comparables cotées ;

- ◆ Maintien des autres composantes du besoin en fonds de roulement (en pourcentage du chiffre d'affaires).

### **Nombre d'actions**

Il n'existe pas d'instrument de nature à diluer le capital de la Société. Le nombre d'actions retenu pour la valorisation est de 2.010.199.

### **Dette financière nette ajustée**

Pour les besoins de la valorisation, une dette financière nette ajustée a été calculée. Elle intègre, outre la dette financière et les disponibilités :

- Les intérêts minoritaires pour leur valeur comptable ;
- Les provisions pour risque et charges compte tenu du caractère certain des risques et litiges concernés ;
- L'écart entre la dette financière moyenne et la dette financière à la date d'arrêté des comptes généré par les variations de besoin en fonds de roulement en cours d'exercice.

Au total, la dette financière nette ajustée s'établit à 168,3m€ au 30 juin 2007.

### **Ajustement de la valeur des fonds propres**

S'agissant des approches par les flux de trésorerie disponibles, par les comparaisons boursières et par les transactions comparables, les valeurs des fonds propres ont été déterminées au 30 juin 2007 puis capitalisées au 31 janvier 2008 sur la base du coût des fonds propres déterminé dans l'approche par les flux de trésorerie disponible.

S'agissant de l'approche par l'actif net réévalué, la valeur des fonds propres a été déterminée au 31 décembre 2007 (derniers comptes disponibles) puis capitalisée au 31 janvier 2008 sur la base du coût des fonds propres déterminé dans l'approche par les flux de trésorerie disponible.

## **1.4.3 Mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie disponibles**

Cette approche permet d'apprécier la valeur intrinsèque de la Société en tenant compte de l'évolution attendue de ses performances à moyen et long terme. Elle revient à modéliser et à actualiser l'ensemble des flux de trésorerie bénéficiant aux actionnaires et aux créanciers. Elle est mise en œuvre en trois temps, en supposant une date de départ des flux de trésorerie au 30 juin 2007 :

- Modélisation des flux de trésorerie disponibles avant frais financiers.
- Ces flux étant destinés à rémunérer l'ensemble des apporteurs de financement, qu'ils soient actionnaires ou créanciers, ils sont actualisés à un coût moyen pondéré du capital (ci-après « CMPC »).
- Déduction de la dette financière nette ajustée à la date de début de période prévisionnelle.

La valeur terminale a été calculée au 30 juin 2017, date correspondant à la fin de l'horizon des projections en retenant une hypothèse de croissance à l'infini de 2,5%.

Les hypothèses retenues conduisent à un CMPC de 7,36% :

- Un levier (dette financière nette ajustée / fonds propres en valeur de marché) de 101% par analogie avec les sociétés cotées comparables.
- Le taux sans risque de 4,39% correspond à l'OAT 10 ans (taux moyen 3 mois).
- La prime de risque du marché correspond à celle déterminée pour le marché Français par SG Equity Research (4,39%).
- Un bêta désendetté de 1,0<sup>(1)</sup>.

Les hypothèses décrites ci-dessus conduisent à une valeur centrale des fonds propres 156€ par action. En faisant varier le taux de croissance perpétuel entre 2,0% et 3,0% et le CMPC entre 7,0% et 8,0%, cette méthode aboutit à une valeur des fonds propres comprise entre 122 et 199€ par action.

L'approche des flux de trésorerie disponibles repose sur une hypothèse de continuité de l'activité à l'infini avec une augmentation significative des marges. Ceci peut paraître volontariste compte tenu de la difficulté de pérenniser les approvisionnements dans un contexte de manque de matières premières et alors que la Société s'apprête à renouveler près de la moitié des contrats la liant aux viticulteurs.

#### 1.4.4 Mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières

Cette approche analogique consiste à appliquer aux agrégats de l'entreprise à évaluer les multiples observés sur des sociétés cotées comparables en termes de métiers et de marchés. Elle permet d'apprécier la valeur de l'entreprise en la positionnant par rapport à ses concurrents cotés et apporte donc un éclairage de marché à l'évaluation.

Les multiples de résultat d'exploitation (VE/REX) et d'EBE (VE/EBE) ont été retenus.

Les multiples de chiffre d'affaires (VE/CA) ont également été présentés bien qu'ils ne tiennent pas compte de la rentabilité de la société à évaluer et posent comme hypothèse implicite un niveau uniforme de marges entre la société à évaluer et les sociétés de l'échantillon.

L'échantillon retenu est constitué de trois sociétés françaises réalisant la quasi-totalité de leur activité dans le secteur du champagne : Laurent Perrier, Boizel Chanoine Champagne et Vranken-Pommery Monopole.

Les autres sociétés cotées intervenant dans le secteur du champagne, LVMH et Rémy Cointreau, ont été exclues de l'échantillon compte tenu de la faible part que représentent le champagne dans l'ensemble de leurs activités, soit respectivement 11,2% et 16% de leur chiffre d'affaires.

Les multiples ont été calculés sur la base des cours de bourse moyens 3 mois, d'un nombre d'actions entièrement dilué et d'agrégats retraités des éléments exceptionnels.

Sur ces bases, la valeur des fonds propres est comprise entre 13,5 et 145€ par action.

---

<sup>1</sup> Pour information :

- La moyenne des bêtas désendettés des sociétés cotées comparables s'établit à 0,27. Toutefois, les coefficients de corrélation ( $r^2$ ) observés i.e. 12% (source : Datastream) et 5% (source : Bloomberg un an) ne permettent pas de considérer ces résultats comme pertinents
- Dans leurs valorisations de sociétés cotées comparables par la méthode des flux de trésorerie disponible, les analystes retiennent en moyenne un bêta de 1,24 (7 observations comprises entre 1,0 et 1,6)

#### **1.4.5 Mise en œuvre de la méthode des transactions comparables**

Cette méthode analogique consiste à appliquer aux agrégats historiques de l'entreprise à évaluer des multiples observés lors de transactions récentes concernant des sociétés jugées comparables (secteur, taille, localisation géographique, rentabilité, etc.). Elle permet, en théorie, d'apprécier la valeur de l'entreprise en la positionnant par rapport aux prix payés lors de transactions comparables.

L'échantillon de transactions comprend 13 opérations réalisées en France depuis 1996 et portant sur des sociétés opérant dans le domaine du champagne.

En l'espèce, les résultats obtenus, soit une valeur des fonds propres comprise entre 63,8 et 132,6€ par action, ne sont pas considérés comme fiables compte tenu :

- De la difficulté d'obtenir et de s'assurer de la fiabilité des données financières sur les opérations considérées comme comparables.
- Du nombre de paramètres à prendre en compte dans le calcul des multiples implicites. En effet, les actifs détenus dans les sociétés sur lesquelles portent les transactions sont nombreux et de nature parfois très différentes (qualité des marques, nombre d'ha détenus en propre, stocks de produits finis). L'application de multiples sur un seul agrégat (e.g. chiffre d'affaires, EBE, REX) affichant alors des distorsions significatives.

#### **1.4.6 Mise en œuvre de la méthode des transactions récentes**

Depuis le 1er octobre 2002, tous les titres rachetés aux actionnaires qui souhaitaient disposer d'une liquidité (soit un total de 2.347 actions) ont été rachetés au prix de 170 € par action.

Ce nombre d'actions peut paraître faible dans l'absolu (0,12% du capital) mais il représente 23,13% du capital flottant au 1er octobre 2002.

Ce prix étant librement accepté par les vendeurs et l'acheteur, constitue une référence.

Toutefois, la portée de cette approche doit être pondérée au regard du faible nombre d'actions échangées et de l'absence supposée d'acquéreurs autres que l'actionnaire de référence.

#### **1.4.7 Mise en œuvre de la méthode de l'actif net réévalué**

Cette approche définit la valeur des capitaux propres d'une société comme étant la différence entre ses actifs et ses passifs, après réévaluation des principaux actifs à leur valeur de marché.

Cette méthode paraît peu adaptée pour l'évaluation de la Société compte tenu de la logique de liquidation théorique de la Société dans laquelle elle s'inscrit.

S'agissant de la Société, les actifs qu'il convient de réévaluer sont les suivants :

- Les terrains constituent un actif essentiel compte tenu de leur valeur patrimoniale et de la sécurité qu'ils procurent aux maisons de champagne qui en sont propriétaires, les rendant moins dépendantes dans leurs approvisionnements.
- Les stocks de bouteilles constituent un actif clé, les maisons de champagne détenant des stocks significatifs compte tenu (i) des contraintes réglementaires liées à l'appellation d'origine contrôlée, (ii) du délai de vieillissement avant commercialisation et (iii) de la prudence des maisons de champagne au regard des aléas de production, notamment climatiques.

- Les marques, qui permettent de mieux valoriser chaque bouteille vendue.

Les autres actifs et passifs ont été retenus à leur valeur comptable au 31 décembre 2007.

### **Réévaluation des terrains**

Les terrains détenus par la Société ont été réévalués sur la base de la dernière enquête sur la valeur vénale des terres agricoles réalisée par les Services Régionaux de l'Information Statistique et Economique (SRISE) / indicateurs Agreste et qui repose sur une « synthèse raisonnée d'indications provenant de sources diverses ». La valeur dominante moyenne pour les cinq régions agricoles dans lesquelles figurent les terrains de la Société a été retenue. Cette valeur moyenne a été ajustée :

- Pour tenir compte de l'ancienneté de l'enquête (par hypothèse le taux d'augmentation du prix à l'ha sur la période 2005-2006 a été retenu).
- De façon forfaitaire et après discussion avec la Société, 5% de la valeur Agreste a été attribuée aux vignes qui sont valorisés indépendamment à l'actif de la Société (actifs biologiques).

### **Réévaluation des stocks**

Les stocks détenus par la Société ont été réévalués sur la base de leur valeur de marché avec les hypothèses suivantes :

- Vin clair : valeur comptable (i.e. prix de revient analytique) ;
- Vin sur lattes : prix supposé de cession d'un stock de cette importance ;
- Produits finis : prix moyen de vente pratiqué par la Société, après prise en compte du coût de transport.

### **Réévaluation des marques Mumm et Perrier-Jouët**

Ces marques figurent dans les comptes du groupe Pernod Ricard, avec les autres actifs rattachés aux marques à une valeur établie lors de la réévaluation des actifs de la Société à la suite de son intégration dans le périmètre du groupe. Cette valeur fait l'objet de tests d'« impairment » annuels et est revue par les commissaires aux comptes du groupe.

Par ailleurs, nous avons mis en œuvre une autre approche consistant à identifier, lors de trois transactions précédentes dans le secteur, le prix implicitement payé pour les marques, après déduction des autres principaux éléments constitutifs de la valeur.

Les résultats font apparaître une valeur des marques égale à 55% du chiffre d'affaires de Pommery lors de l'acquisition par Vranken, à 37% du chiffre d'affaires de Lanson lors de l'acquisition par Boizel Chanoine et 145% du chiffre d'affaires de Taittinger lors de l'acquisition par Star GT.

La marque Taittinger paraissant la plus proche des marques de la Société de par sa notoriété et sa qualité, nous avons retenu ce dernier multiple.

### **Calcul de l'actif net réévalué**

Compte tenu des éléments réévalués, l'actif net réévalué s'établit à 193€ par action.  
Il convient de noter que :

- Les valeurs Agreste retenues pour l'évaluation sont constituées à partir de transactions portant sur des très petites parcelles pour lesquels certains acteurs sont prêts à payer des prix reflétant des synergies (e.g. regroupement de parcelles) ou pour lesquels les prix intègrent des composantes annexes. Si un grand nombre d'hectares étaient mis en vente, le prix pourrait en refléter la rareté mais, a contrario, le nombre d'acquéreurs potentiels seraient certainement très réduit.
- Aucune décote n'a été appliquée pour les terres à vignes non plantées et pour les terres louées à des tiers.
- S'agissant des stocks, la même valeur a été attribuée à la réserve participative quand bien même ces stocks ne peuvent être cédés actuellement.
- S'agissant des marques, la valeur retenue apparaît comme une fourchette haute :
  - ◆ le multiple le plus élevé des trois transactions a été retenu ;
  - ◆ l'approche par déduction (i.e. estimation de la valeur des marques par déduction des autres composantes du prix des transactions comparables) sous tend que la prime payée lors des transactions comparables est intégralement affectée aux marques ;
  - ◆ la valorisation du stock de produits finis aux prix de vente moyens intègre déjà une partie de la valeur des marques.

#### 1.4.8 Synthèse des éléments d'appréciation du prix offert

Le prix de 200€/action fait ressortir les primes suivantes :

	Borne basse	Valeur centrale	Borne haute
Flux de trésorerie disponibles	64%	25%	1%
Comparaisons boursières	1379%	-	38%
Transactions comparables	214%	-	51%
Acquisitions récentes d'actions	-	18%	-
Actif net réévalué	-	4%	-

### 1.5 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

- Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire initiée par PERNOD RICARD sur les actions de G.H. Mumm et Compagnie – Société Vinicole de Champagne Successeur (« Mumm »), AA FINEVAL a été chargé en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de Mumm, de se prononcer sur le caractère équitable du prix de 200€ par action Mumm offert aux actionnaires minoritaires.
- Pour effectuer cette mission, nous nous sommes conformés aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n° 2006-08 sur l'expertise indépendante ainsi que des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006. Nous avons pris connaissance et analysé l'ensemble des documents historiques et prévisionnels nécessaires. Nous nous sommes appuyés sur notre expérience dans le domaine de l'expertise indépendante ainsi que sur les bases de données permettant de réaliser l'évaluation multicritères de Mumm.

#### A. Présentation de AA Fineval et déclaration d'indépendance

- AA Fineval, qui a été créée début 2006, intervient sur des missions d'évaluation, d'expertise et d'analyse financière indépendante. Détenu par son management, AA Fineval a un positionnement lui permettant

d'éviter les conflits d'intérêts. AA Fineval dispose des moyens nécessaires à l'exécution de ses missions, notamment des bases de données permettant la mise en œuvre d'une évaluation multicritères. AA Fineval a souscrit une assurance professionnelle.

- Au cours des douze derniers mois, AA Fineval est intervenu en tant qu'expert indépendant sur les missions suivantes :

Type d'Offre	Société visée	Initiateur	Evaluateur/ Présentateur	Date
OPRA	Lectra	Lectra	Natexis Bleichroeder/ Société Générale	Mars/avril 2007
OPA simplifiée	Camaïeu	Modamax	Calyon/Houlihan Lokey	Mai 2007

Type d'Offre	Société visée	Initiateur	Evaluateur/ Présentateur	Date
OPA simplifiée, éventuellement suivie d'une OPRO	Arkopharma	Imarko	Société Générale	Juin 2007
OPA Simplifiée	Foncière Volta (anciennement Sport Elec)	SCBSM	Aurel Leven	Juillet 2007
OPA Simplifiée	Cie André Trigano	Financière de la Coriandre	Natixis	Août 2007
OPRO	Prosodie	Camélia Participation	BNPParibas	Septembre 2007
OPA simplifiée	Teamlog	Groupe Open	ODDO	Décembre 2007
OPRO	XRT	Sage	BNP Paribas	Février 2008

- AA Fineval est également intervenue dans le cadre de l'attribution de bons de souscription d'actions aux cadres de la société Züblin France en mai 2007, sans banquier évaluateur ou présentateur.

*(i) Relation de AA Fineval avec les personnes concernées par la présente offre*

- AA Fineval a réalisé au cours des 12 derniers mois une expertise avec la Société Générale comme évaluateur.

Nous considérons que notre mission dans le cadre de la présente opération ne constitue pas une intervention répétée avec le banquier présentateur susceptible d'affecter notre indépendance telle que visée par l'article n°261-4 du règlement général de l'AMF.

Avec Mumm et Pernod Ricard, AA Fineval et ses associés n'ont jamais été mandatés par la société ou ses actionnaires pour réaliser une mission d'expertise, d'évaluation ou de conseil.

- En conséquence AA Fineval est en mesure d'attester de l'absence de tout lien, passé ou présent, avec l'une des parties susceptible de mettre en cause son indépendance ou de fausser son jugement dans le cadre de la présente opération.

**(ii) Diligences**

- La présente mission a été menée par Marie-Ange Farthouat, associée d'AA Fineval et s'est déroulée entre le 22 décembre 2007, date de notre nomination et le 20 février 2008, date de remise de notre rapport.

Elle s'est déroulée selon les étapes suivantes :

- recueil des principales informations nécessaires à la compréhension de l'opération et à l'évaluation de Mumm,
- analyse des documents remis et demande d'éléments complémentaires,
- mise en œuvre de l'évaluation multicritères de Mumm,
- discussions en parallèle avec les dirigeants de Mumm, des représentants de Pernod Ricard et des représentants de la Société Générale portant sur les éléments financiers historiques, le business plan et les éléments d'appréciation du prix de la présente offre
- analyse des éléments d'appréciation présentés par la Société Générale,
- revue des travaux par un associé d'AA Fineval,
- présentation des conclusions d'AA Fineval sur le caractère équitable du prix de l'Offre,
- rédaction du rapport d'expertise

**(iii) Honoraires de la mission**

Nos honoraires pour cette mission s'élèvent à 45.000€ HT.

**(iv) Personnes rencontrées**

- Nous avons rencontré des représentants de Mumm ainsi que de Pernod Ricard, et de la Société Générale, banque présentatrice de l'opération.

Pour Mumm, Laurent Baragnon, directeur financier Mumm Perrier-Jouët, Jean-Fabrice Gerber, responsable du contrôle de gestion Mumm Perrier-Jouët, Nathalie Benoit, responsable comptable et fiscal Mumm et Didier Mariotti, chef de cave de la marque Mumm.

Pour Pernod Ricard, Susan Gustafsson, juriste affaires corporate et Matthieu Glorieux, chargé de développement.

**B. Documents mis à disposition de l'expert**

- Comptes ad-hoc regroupant les sociétés du groupe Mumm (non certifiés) comprenant un compte de résultat et un bilan au 30 juin 2006 , au 30 juin 2007 et au 31 décembre 2007 ;
- Comptes annuels sociaux de Mumm et de Perrier-Jouët sur 3 ans ;

- Business Plan à 3 ans de Mumm s'arrêtant au 30 juin 2010 ;
- PV des conseils d'administration et des assemblées générales de Mumm sur 3 ans ;
- Historique des achats de titres Mumm par sa maison mère, la société Financière Moulins de Champagne (« FMC ») depuis le 2 juillet 1999 ;
- Fichiers complémentaires analysant certains éléments financiers et portant plus spécifiquement sur la saisonnalité du Besoin en Fonds de Roulement, sur la revalorisation des vignobles détenus ainsi que sur les réévaluations réalisées lors du rachat de la société par le groupe Pernod Ricard mi 2005 ;
- Copie du document reflétant, pour le groupe Pernod Ricard, les ventes et la contribution à 3 ans des marques Mumm Perrier-Jouët après prise en compte des frais de publi-promotion (marge CAAP ou DBC) ;
- Copie du projet de rapport d'expert décrivant les modalités de détermination des prix de vente entre Mumm et le groupe Pernod Ricard
- Divers documents analysant le secteur du Champagne et ses perspectives
- 
- Nous avons également recherché toutes les informations disponibles sur le secteur du Champagne au premier rang desquelles les statistiques et études publiées par le CIVC (Comité Interprofessionnel du Vin de Champagne).

### C. Présentation de G.H.Mumm et contexte de l'opération

Le secteur du Champagne est caractérisé par :

- la rareté de la ressource, les vignes, qui sont aujourd'hui encore détenues par un nombre significatif de vigneron ;
- la concentration des Maisons de Champagne, pour faire face à une forte intensité capitaliste et pour développer les ventes à l'international, dans un contexte d'une demande soutenue (+1,8% en volume en moyenne sur la période 1997-2007).

La rareté de la ressource pour une appellation qui recouvre 34.000 hectares, très parcellisés puisque détenus à 87% par 15.000 vigneron, les 13% restant appartenant aux Maisons de Champagne qui produisent et commercialisent. Cette rareté alliée à l'absence de détention de la ressource est un problème récurrent pour ces dernières qui ont essayé de prendre des mesures pour y faire face. Les Maisons de Champagne ont toutes développé des accords d'approvisionnement avec les vigneron, se traduisant parfois par des contrats à long terme mais l'essentiel de l'approvisionnement reste réalisé via des contrats pluriannuels. Le CIVC, organisme professionnel qui fixe les règles avec pour objectif de préserver l'équilibre entre rendement et qualité, a mis en place quelques mesures d'accompagnement, notamment l'élévation possible des rendements autorisés selon les années, ainsi que des réserves de « sécurité » en cas de mauvaise récolte. Récemment, après les inquiétudes soulevées par les conditions climatiques peu favorables de l'été 2007, les vendanges ont finalement pu être réalisées dans des conditions favorables.

Le rendement à l'hectare a été porté à 15.500 kg/ha contre 13.000kg/ha précédemment, les volumes supplémentaires devant cependant augmenter la réserve qualitative qui vise à faire face aux années de médiocres récoltes.

La concentration des Maisons de Champagne s'est accélérée au cours des 10 dernières années et les 5 premiers groupes (LVMH, Vranken, BCC, Laurent Perrier, Pernod Ricard) réalisent les 2/3 du chiffre d'affaires de la profession :

Sur 321,6 millions de bouteilles vendues en 2006, 181 millions de bouteilles ont été vendues en France, 84,1 millions de bouteilles dans l'Union Européenne et 56,5 millions de bouteilles à l'international hors Union Européenne, principalement au Japon et aux Etats-Unis. Ainsi, si l'internationalisation explique en partie la

concentration du secteur, le Champagne est caractérisé par un marché domestique dynamique qui absorbe une part non négligeable des volumes. Au total, pour des grands groupes de spiritueux très internationaux, comme Pernod Ricard, les ventes de Champagne représentent un volume très restreint en comparaison des importants volumes vendus de whisky, scotch ou vodka, mais la marque Mumm, du fait de son positionnement, actuel et renforcé dans le futur, est en adéquation avec la stratégie de premiumisation de sa maison mère et fait partie des 15 marques stratégiques mises en avant par le groupe Pernod Ricard.

Les évolutions attendues à court et moyen terme pour le secteur sont :

- Une accentuation de la division entre les Maisons de Champagne axées sur le haut de gamme et l'international et les nombreuses sociétés de plus petites tailles et nationales, le marché français étant suffisamment large et plus facile d'accès pour ces dernières, notamment pour les ventes en grande distribution (marché dit Off Trade) ;
- Le marché On Trade (hors domicile) en France et à l'International va continuer de se développer sur le haut de gamme et permettra, compte tenu de l'effet de rareté et des investissements publi-marketing réalisés, d'enregistrer des hausses de prix ;
- Les volumes vont rester sous contrôle, même si l'historique sur les 10 dernières années montre une progression, sous l'effet notamment d'une hausse des rendements, et l'extension envisagée du terroir, fortement encadrée par le CIVC, ne produira ses effets qu'à un horizon de 10 ans environ ;
- Le prix du raisin devrait continuer à augmenter, notamment après la vendange 2008 où vont être renégociés les importants contrats d'approvisionnements pluriannuels passés par l'ensemble du secteur. Cette augmentation du prix de la ressource et des conditions d'exploitation qui vont rester contraignantes et coûteuses (coût de la main d'œuvre, augmentation des stocks de précaution, saisonnalité induisant une sous utilisation des équipements) va d'ailleurs pousser certaines Maisons à accentuer la stratégie de valeur ajoutée, sachant que le kilo de raisin coûte aujourd'hui 5,5€ et qu'il faut 1,2kg pour produire une bouteille de champagne (75cl), le coût d'approvisionnement en raisins atteignant ainsi près des 2/3 des coûts de revient d'une bouteille de Champagne. Il faut néanmoins souligner que si la rareté de la ressource pousse les prix à la hausse, celle-ci contribue à des effets de cycle qui ont abouti dans le passé (2000/2001) à des retournements brusques que les acteurs du secteur, au premier rang desquels les vignerons, voudront peut-être essayer d'éviter.

Dans le futur, il va être encore plus stratégique, pour pouvoir répercuter les hausses des prix du raisin :

- de maîtriser au mieux la ressource via des approvisionnements en propre ou bien des contrats sécurisés et de qualité, sachant que les vignerons changent peu de « clients » et que les hectares de vignes à vendre sont rares ;
- d'être présent sur le « premium », segment du marché qui permet, avec des approvisionnements de qualité, d'avoir le plus de valeur ajoutée, notamment à l'international ;
- d'avoir un réseau de distribution de qualité, voire en propre exclusivement pour mieux maîtriser le positionnement et ne pas subir trop d'à coups.

La marque Mumm, qui avait souffert dans le passé de sous-investissement et avait commencé à être redressée préalablement à son rachat mi-2005 par le groupe Pernod Ricard, bénéficie depuis du soutien du groupe devant lui permettre d'atteindre à terme des objectifs de taux de marges (l'indicateur le plus utilisé dans le secteur est la

contribution de la marque après coût de distribution et dépenses publi-promotionnelles) plus proches de ses concurrents directs.

Elle bénéficie pour ce faire :

- d'approvisionnements de qualité, en partie réalisés en propre,
- d'une politique de production cohérente avec son positionnement haut de gamme,
- d'investissements publi-promotionnels significatifs,
- du réseau de distribution mondial détenu en propre par Pernod Ricard.

Il faut cependant rappeler que les évolutions dans le secteur sont lentes du fait notamment de la longueur du cycle de production et qu'il n'est en conséquence pas possible de corriger rapidement certains manques (comme par exemple le fait que la marque Mumm n'est pas présente aujourd'hui sur les segments les plus porteurs du marché premium à savoir les cuvées de prestige et les rosés).

La marque Perrier Jouët, également détenue par Mumm, via sa filiale Perrier-Jouët, mais dont les volumes de ventes sont très inférieurs à ceux de la marque Mumm, a un positionnement un peu plus haut de gamme et surtout plus international que la marque Mumm.

Conformément à la politique de décentralisation mise en oeuvre par le groupe Pernod Ricard, les filiales de production du groupe (« brand owner ») gardent toutes les prérogatives attachées à la détention des marques, et vendent la totalité de leurs produits aux filiales de distribution du groupe. Ces filiales de distribution sont en charge des ventes et d'une partie du marketing, partout dans le Monde à l'exception de quelques pays, non significatifs en terme de ventes, desservis par des distributeurs indépendants.

En conséquence, le chiffre d'affaires de Mumm est réalisé quasi-exclusivement avec le groupe Pernod Ricard. Nous avons pris connaissance des modalités qui permettent d'arrêter les prix de vente au sein du groupe Pernod-Ricard et qui reposent sur une méthodologie documentée par un expert pour toutes les filiales du groupe Pernod Ricard concernées. Cette méthodologie repose elle-même sur l'analyse des marges d'exploitation réalisées par des sociétés comparables à Mumm mais opérant avec des entreprises non liées. Ces marges d'exploitation de référence sont ensuite appliquées aux chiffres d'affaires des filiales de distribution du groupe et déterminent, par différence, les prix d'achat aux filiales de production.

Sur ces bases, Mumm a réalisé pour le dernier exercice arrêté au 30 juin 2007 un chiffre d'affaires de 130M€ et un résultat d'exploitation de 14M€ faisant ressortir une marge de 11%, la marge d'EBE se situant à environ 13%. La phase d'investissement dans laquelle s'est engagée Mumm pèse à court terme sur les résultats mais elle doit permettre d'améliorer de façon significative la rentabilité à plus long terme.

Le bilan de Mumm est caractéristique des sociétés du secteur avec des stocks représentant près de 300M€ et plus de 50% de l'actif total de la société. La société n'ayant pas acquis d'actifs significatifs au cours des dernières années (il y aurait plutôt eu des désinvestissements) son endettement net de 170M€ apparaît relativement modéré au regard des 219M€ de capitaux propres au 30 juin 2007, comparé aux sociétés cotées du secteur.

#### **D. Evaluation multicritères de G.H.Mumm**

- Mumm présente deux particularités par rapport aux sociétés le plus souvent rencontrées dans ce type d'opération de sortie de la bourse, la première est qu'elle est radiée de la cote depuis 1992 et ne fait plus l'objet depuis cette date que de transactions de gré à gré et la seconde tient à la valeur des actifs détenus, principalement les marques Mumm et Perrier-Jouët, les vignobles ainsi que les stocks de bouteilles. C'est pourquoi le critère du cours de bourse ne peut être retenu au cas présent alors que le critère d'Actif Net Réévalué, qui n'est pas souvent retenu pour des sociétés industrielles en continuité d'exploitation qui sont

valorisées par leurs flux de cash-flows futurs, a ici du sens, comme explicité plus loin dans le chapitre qui lui est consacré. En conséquence nous avons retenu les critères d'Actif Net Réévalué, de DCF et de Comparables Boursiers que nous avons complété par l'analyse des transactions de gré à gré sur le titre Mumm ainsi que par l'analyse des transactions sectorielles.

- Les approches par le dividende sont moins pertinentes que l'actualisation des cash-flows disponibles qui permet de valoriser sur la base de la totalité des flux de trésorerie, étant souligné au cas présent que la société n'a pas distribué de dividende au titre des deux derniers exercices clos au 30 juin 2006 et 2007.
- La présente opération porte sur les 7 785 actions détenues par les actionnaires minoritaires de Mumm et représente donc un montant total hors frais de 1,56M€ sur la base d'un prix de 200€ par action.

**(i) Analyse du Business Plan**

- Le Business Plan qui nous a été communiqué a été arrêté par le management de la société conformément aux procédures mises en place au sein du groupe Pernod Ricard.
- Il porte sur la période qui va du 30 juin 2007 au 30 juin 2010 et couvre donc trois exercices. Il est notamment anticipé :
  - Une forte croissance du chiffre d'affaires qui repose sur la part croissante réalisée sur les produits haut de gamme ;
  - Un renforcement de la marque Mumm à l'international, celle-ci étant aujourd'hui encore très présente en France avec Cordon Rouge qui représente 80% de ses ventes ;
  - Des investissements publi-promotionnels qui vont progressivement se réduire et permettre à la marge d'exploitation d'augmenter ;
  - Des investissements industriels relativement soutenus, notamment induits par l'augmentation de la réserve qualitative qui nécessite la construction de nouvelles caves et cuves.

**(ii) Données financières prises en compte dans l'ensemble de nos calculs**

- Tous nos calculs ont été arrêtés sur la base du nombre d'actions existant, soit 2 010 199, aucune dilution n'étant à prendre en compte puisqu'il n'y a ni actions autodétenues, ni stock-options.
- Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres tient compte de la dette nette telle qu'arrêtée au 30/06/2007, soit 173M€ dont nous avons retranché les actifs financiers immobilisés pour 1,3M€ et à laquelle nous avons ajouté les provisions à caractère de dettes, essentiellement composées d'engagements de retraites, nets des impôts différés actifs pour 12,8M€ et les intérêts minoritaires (dans Perrier-Jouët) pour 0,16M€ (vnc correspondant à la valeur réévaluée), soit un montant au final de 184,5M€. Pour la méthode du DCF, un ajustement supplémentaire a été pris en compte pour intégrer la différence entre le Besoin en fonds de roulement au bilan à l'arrêté des comptes et le BFR moyen sur l'année qui est un peu inférieur, pour un montant total de 23M€ qui vient en déduction de la dette et conduit à prendre en compte un ajustement 161,5M€ pour cette méthode.

**(iii) Actif Net Réévalué**

- Le critère d'Actif Net Réévalué n'est pas un critère usuellement retenu pour une société industrielle en continuité d'exploitation, l'actualisation des cash-flows disponibles permettant de refléter la valeur de l'ensemble des actifs, corporels et incorporels. Au cas particulier, dans le secteur du Champagne, ce critère est assez couramment retenu par les analystes financiers qui suivent le secteur comme lors de transactions ou d'opérations financières. Après analyse, il nous semble qu'il y a deux raisons à cela :

- la première étant la part très importante des actifs qui figurent au bilan des sociétés du secteur et pour lesquels il existe une valeur de marché, notamment les stocks et les vignobles, l'intérêt des acteurs du secteur se portant parfois sur l'un ou l'autre de ces actifs induisant des transactions « par parties » ou des reventes de certains actifs ;
  - la seconde tient aux difficultés rencontrées pour valoriser ces sociétés par l'actualisation des cash-flows d'exploitation disponibles, du fait de la durée des cycles d'exploitation qui nécessitent l'utilisation de données prévisionnelles sur de très longues périodes, le résultat de cette méthode étant également ici particulièrement sensible aux évolutions de BFR.
- La méthodologie utilisée revient le plus souvent à réévaluer l'ensemble des éléments d'actifs mais pas toujours les marques qui sont difficiles à estimer et dont la valeur peut également fortement dépendre des vignobles détenus. La difficulté à évaluer les marques du secteur tient effectivement au fait qu'il est délicat de séparer les éléments constitutifs de sa valeur (notamment vignobles et circuits de distribution) et qui sont primordiaux pour un produit positionné haut de gamme et qu'ajouter une valeur de marque à la valeur des stocks qui intègre déjà une marge liée à la marque revient à surestimer la valeur totale de la cible évaluée. Les transactions dans le secteur montrent l'importance de l'ensemble des actifs constitutifs de la marque qui concourent à ce positionnement : ainsi lorsque des groupes du secteur ont dans le passé racheté des sociétés pour en garder les terrains et vignobles et revendre certaines de leurs marques, ces dernières ont été valorisées sur la base de multiples de Chiffre d'Affaires inférieurs à 0,5X (multiples implicites après retraitements des autres actifs pour les marques Pommery rachetée par le groupe Vranken et Lanson rachetée par le groupe BCC) alors que dans d'autres transactions ayant porté sur un ensemble cohérent d'actifs (notamment celle de la vente de Taittinger par Star GT) le multiple implicite qui pouvait être attribué, après analyse, à la seule valeur de la marque était plus proche de 1,4X.
  - Pour les besoins de la présente opération nous avons calculé un ANR en intégrant une valeur de marque et en réévaluant les autres actifs. La valeur des marques Mumm et Perrier Jouët a été estimée d'une part à partir de la valeur inscrite au bilan de Pernod Ricard depuis le rachat d'Allied Domecq mi-2005 et d'autre part de la valeur ressortant de l'application du multiple implicite de la transaction Taittinger citée plus haut.
  - Il convient de souligner que nous nous sommes appuyés sur les comptes de Mumm consolidés préparés pour les besoins de la présente opération qui intègrent des actifs réévalués au moment de leur entrée dans le groupe mi-2005 (immobilisations corporelles) et pour certains réestimés chaque année (vignobles). **L'actif net comptable consolidé part du groupe de Mumm au 31/12/2007 s'élève à 218,8M€, soit 108,85€ par action.**
  - La réévaluation des terrains est basée sur des indices sectoriels mis à jour et correspondant à des transactions sur de petits nombres d'hectares, appliqués aux 279 ha détenus par Mumm. La réévaluation des stocks porte sur les bouteilles de Champagne, vins clairs, vins sur lattes et produits finis et sur les matières sèches pour un montant net de fiscalité de 13,6M€. **L'Actif Net Réévalué de Mumm, hors marques, s'élève à 258M€, soit 128,2€ par action.**
  - Les marques Mumm et Perrier-Jouët ont été évaluées pour un montant compris entre la valeur inscrite dans les comptes de Pernod Ricard et la valeur ressortant de l'analyse de la transaction la plus proche, qui est celle sur les actions de la société Taittinger : en juin 2006, une partie de la famille Taittinger associée à une banque, a racheté la société au fonds d'investissement Star GT pour un montant supérieur de 130M€ à l'actif net réévalué hors marque. Ramené au chiffre d'affaires de 95M€, et en considérant que la totalité de l'écart doit être attribué à la marque, cette transaction fait ressortir un multiple de 1,37XCA. **L'Actif Net Réévalué de Mumm, valeurs des marques intégrées, est compris entre 365M€ et 374M€, soit 181,7€ à 186,3€ par action après fiscalité.**

- **Le prix de 200€ par action Mumm est supérieur à la valeur d'Actif Net Réévalué intégrant tous les éléments d'actifs, y compris les marques Mumm et Perrier-Jouët.**

*(iv) Comparables boursiers*

Nous avons retenu pour ce critère un échantillon des trois sociétés françaises cotées présentes quasi exclusivement dans la production et la vente de Champagne, à savoir les groupes Vranken Monopole, Boizel Chanoine Champagne (BCC) et Laurent Perrier.

Au niveau boursier, ces trois groupes ont enregistré depuis plusieurs années une nette revalorisation, l'effet de rareté et la stratégie de renforcement du haut de gamme étant progressivement intégrés dans les valorisations, l'intérêt pour le secteur du Champagne ayant été accru par les transactions successives sur la société Taittinger

Vranken-Pommery Monopole est présent sur une assez large gamme (qui va de Heidsieck et Cie à la cuvée Diamant en passant par la marque Pommery) et est devenu le numéro trois des Maisons de Champagne grâce à une politique volontariste d'acquisition, au dynamisme de ses réseaux de distribution, notamment pour les ventes grand public et à une réponse appropriée à une demande qui a changé, surtout en France, où la consommation est passée du dessert à l'apéritif avec un goût plus prononcé pour les champagnes bruts non sucrés.

Pour l'ensemble de l'exercice 2007 (1<sup>er</sup> janvier-31 décembre 2007), le groupe a publié un chiffre d'affaires de 286,8M€, en hausse de 6,9% par rapport à l'exercice 2006, dont 144M€ réalisés au dernier trimestre, en progression de 14,5% sur la même période de l'exercice précédent.

Vranken-Pommery Monopole a une marge opérationnelle de 16%/17% et une structure financière alourdie par la politique d'acquisition réalisée aux cours des derniers exercices.

Boizel Chanoine Champagne possède un large portefeuille de Maisons, renforcé par l'acquisition en mars 2006 de Maison Burtin (incluant la marque Besserat de Bellefon) et Champagne Lanson.

Le chiffre d'affaires du groupe pour l'ensemble de l'exercice 2007 (1<sup>er</sup> janvier-31 décembre 2007) ressort à 359,4M€, la forte croissance des ventes (+15%) s'expliquant pour partie par d'importants déstockages initiés en 2006 suite aux acquisitions et qui ont continué en 2007 (visibles notamment par des opérations en grande distribution en France) pour alléger la structure financière du groupe. Hors déstockage, le chiffre d'affaires ressort à 322M€, en hausse de 6,8% à structure comparable.

Boizel Chanoine Champagne a une marge opérationnelle (retraitée des éléments hors exploitation) de 10,5%, attendue en amélioration pour les exercices à venir compte tenu du programme de réduction de coûts en cours et une structure financière aujourd'hui un peu déséquilibrée du fait des importants stocks acquis mais qui sont en cours de résorption.

Laurent Perrier a pour marque principale Laurent Perrier mais couvre, avec l'ensemble de son portefeuille comprenant de Castellane, Delamotte et Salon, tous les segments de moyen et de haut de gamme au-delà d'un prix public d'environ 16€, le niveau de prix inférieur étant également occupé par d'autres marques du groupe, Jeanmaire et Oudinot, acquises via le rachat de Château Malakoff en février 2004. Le renforcement du positionnement haut de gamme induit à court terme un ralentissement de la croissance des volumes et a un impact négatif sur la structure financière du fait de la hausse des stocks. Mais, la marge opérationnelle du groupe (Ebit/CA : 24%), déjà relativement élevée, doit bénéficier de la montée en gamme qui s'appuie notamment sur la cuvée de prestige Grand Siècle, et qui a permis sur les 9 premiers mois de l'exercice 2007/2008 (1<sup>er</sup> avril-31 décembre 2007) d'enregistrer une nouvelle amélioration du prix/mix. Le Chiffre d'Affaires publié pour le 3<sup>e</sup> trimestre, le plus important car il correspond à la période des fêtes, a atteint 94,4M€ en repli de 2,1% sur l'exercice précédent, ce qui a conduit le groupe à réviser légèrement à la baisse ses chiffres de croissance pour l'ensemble de l'exercice qui clôture au 31 mars 2008.

Comme le montre le tableau ci-dessous, la rentabilité d'exploitation actuelle de Mumm se situe à un niveau faible au regard des sociétés du secteur.

	Vranken	BCC	L.Perrier	Moët Chandon	Rémy Cointreau	Mumm PJ
Date clôture	12/06	12/06	03/07	12/07	03/07	06/07
Marge d'exploitation	17%	10,5%	24%	36%	8%	9%

Source : rapports annuels/Documents de référence des sociétés, notes de brokers

Seules les sociétés uniquement présentes dans le Champagne ont été retenues, à l'exclusion de Moët & Chandon, leader du secteur, non coté, pôle Champagne et Vins de Moët Henessy (non coté) filiale de LVMH (coté) et de Rémy Cointreau qui réalise plus de la moitié de son chiffre d'affaires et la majeure partie de son résultat dans le cognac. Le niveau de marge d'exploitation de Moët & Chandon s'explique en même temps par son positionnement très haut de gamme, sa place de leader, sa taille (62,2 millions de bouteilles de champagne vendues en 2007) et la politique très dynamique menée par le groupe LVMH à l'exportation, plus spécialement dans les pays émergents.

Si les trois sociétés retenues ont un taux d'approvisionnement en propre significativement inférieur à celui de Mumm, la société qui a un positionnement le plus proche, car haut de gamme, est Laurent Perrier, qui compense le faible nombre d'hectares détenus par des contrats d'approvisionnement de qualité lui permettant de soutenir la qualité de ses cuvées de prestige.

- Sur la base des cours au 14 février 2008, les multiples de l'échantillon ressortent à VE/CA 2008 de 2,69X, VE/CA 2009 de 2,61, VE/EBIT 2008 de 12,53X et VE/EBIT 2009 de 11,2X, VE/EBITDA 2008 de 15,04X et 2009 de 13,26X (source : Infinancials, rapports annuels, notes de brokers).
- Il convient de souligner :
  - que l'échantillon est composé de sociétés comparables car présentes exclusivement dans le Champagne, comme Mumm, mais qui ont un modèle de développement différent, s'agissant notamment de BCC et Vranken, qui commercialisent d'importants volumes sans approvisionnements en propre, la stratégie développée jusqu'à maintenant permettant d'extérioriser un niveau de cash flow à court terme plus élevé que celui de Mumm avec un positionnement moins haut de gamme ;
  - que l'application des seuls multiples de Laurent Perrier, société la plus proche de Mumm en terme de positionnement et de stratégie ne modifie pas les résultats de cette méthode qui aboutit, compte tenu de la faiblesse des marges de Mumm à des valeurs non significatives, inférieures à 35€ pour les multiples d'Ebitda et d'Ebit 2008 et 2009.
  - En ne retenant que les multiples de chiffre d'affaires de l'échantillon, ce qui revient à faire abstraction du niveau des résultats à court terme, la valeur de Mumm ressort à 120€ par action.
- **Le prix de 200€ par action Mumm est très supérieur à la valeur ressortant du critère des comparaisons boursières.**

(v) **DCF**

- Pour la mise en œuvre de ce critère, nous avons retenu un taux d'actualisation de 6,9% qui se décompose en un taux sans risque de 4,24% (source : OAT 10 ans AFT, moyenne 3 mois), une prime de risque de marché de 5%, niveau retenu pour des opérations similaires récentes, un bêta de 1,3 (réendetté) et un coût de la dette après IS de 3,1 %.
- Le taux de croissance à l'infini est de 2,5%.
- Les flux ont été pris en compte jusqu'en 2010, puis projetés jusqu'en 2017 pour intégrer une forte hausse des résultats, la marge d'Ebit doublant pour atteindre 22% contre 11% en 2010 et une amélioration progressive du BFR.
- Pour le calcul de la valeur terminale, nous avons pris en compte une marge d'exploitation de 23%, un taux de croissance ramené au niveau normatif de 2,5% et des flux normalisés pour égaliser les investissements et les amortissements, le besoin en fonds de roulement étant calé sur le niveau de croissance à l'infini.
- Les projections de la société pour la période 2007 à 2010 font ressortir des cash-flows négatifs, la hausse de la marge d'exploitation et l'amélioration du BFR permettant progressivement de générer à partir de 2014 des flux positifs, l'essentiel de la valeur étant en conséquence inclus dans la projection de la valeur terminale à l'infini.
- Les calculs d'actualisation ont été réalisés à la date du 15 février 2008 et conduisent aux valeurs suivantes :

En milliers d'euros	Valorisation @ 6,9%
Somme des cash-flows	4 829
Valeur terminale actualisée	428 838
Valeur d'Entreprise	433 667
Dette nette ajustée (au 30 juin 2007)	161 500
Valeur des capitaux propres	272 167
<b>En € par action</b>	<b>135,4</b>

**Tableau de sensibilité en fonction du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini**

	2%	<b>2,5%</b>	3%
7,4%	96,6	104,8	114,9
<b>6,9%</b>	123,7	<b>135,4</b>	150
6,4%	157,3	174,1	195,7

Dans un secteur où la croissance associée à une politique de « premiumisation » génère des coûts significatifs (investissements publi-promotionnels, stocks accrus) à court terme, les cash-flows générés par l'activité, bien que reposant au cas présent sur des hypothèses volontaristes à long terme, conduisent à une valeur inférieure au prix proposé.

- **Le prix de 200€ par action Mumm est significativement supérieur à la valeur qui ressort de l'actualisation des cash flows disponibles.**

**(vi) Transactions récentes sur les actions GH Mumm**

FMC, société mère de Mumm qui a été apportée au groupe Pernod Ricard mi-2005, détient aujourd'hui 2 002 414 actions Mumm soit 99,6% des 2 010 199 actions existantes, sachant que FMC détenait déjà 99,46% du capital au 30 juin 2000.

Depuis la radiation du titre mi-1999, les transactions ont été réalisées de gré à gré à la demande de minoritaires souhaitant obtenir la liquidité de leur placement.

Au cours de l'exercice 2007, FMC a acquis 99 actions Mumm, représentant 0,005% du capital à un prix unique de 170€ par action.

Nous avons examiné ces transactions et il ressort de notre analyse :

- que les transactions entre FMC et les actionnaires minoritaires de Mumm ont été réalisées au prix unique de 170€ par action depuis octobre 2002,
- que cette situation induit des coûts élevés à chaque transaction réalisée pour des volumes très limités et que le groupe a donc décidé de mettre en oeuvre une opération de rachat de l'ensemble des actions détenues par les minoritaires, soit 7 785 actions Mumm,
- que la dernière transaction a porté sur 8 actions le 19 juin 2007 au prix de 170€ par action.

Le prix de transaction de 170€ par action représente une valeur plancher pour la présente opération, car il correspond au prix payé par FMC aux actionnaires minoritaires de Mumm qui en ont fait la demande jusqu'à une période récente s'arrêtant en juin 2007.

- **Le prix de 200€ par action Mumm est supérieur au prix des transactions de gré à gré réalisées entre l'actionnaire majoritaire et les actionnaires minoritaires de Mumm.**

**(vii) Transactions sectorielles**

Il existe un certain nombre de transactions sectorielles du fait du mouvement de concentration des Maisons de Champagne évoqué plus haut mais les multiples payés sont difficiles à analyser car ces transactions ont porté sur des sociétés et des périmètres diversifiés.

Les transactions plus anciennes, et notamment celles réalisées antérieurement à 2001 nous semblent peu pertinentes compte tenu de l'évolution du secteur sur la période.

Parmi les transactions plus récentes, celles ayant porté sur Lanson International et Pommery font ressortir des multiples de chiffres d'affaires de 1,75X à 2,75X et des multiples de résultat d'exploitation proches de 12X, mais les spécificités de ces opérations, qui visaient des marques ayant un positionnement inférieur aux marques Mumm et Perrier-Jouët et impliquaient également pour Lanson une lourde gestion des stocks, ne nous paraissent pas vraiment comparables, sachant que les multiples d'exploitation payés sont assez cohérents avec les propres multiples des acquéreurs, BCC et Vranken, tous deux cotés en bourse et analysés dans la méthode des comparaisons boursières.

Nous avons examiné la transaction entre Pernod Ricard et Allied Domecq qui a eu lieu mi-2005, qui portait sur l'ensemble des actifs de ce dernier, soit sur un périmètre beaucoup plus large que le seul Champagne et qui représentait, après cession de certains actifs à Fortune Brands, une Valeur d'Entreprise de 9,6Mds€, dont 6,8Mds€ pour les capitaux propres, financés par emprunts bancaires (4,7Mds€) et par émission d'actions Pernod Ricard (2,1Mds€). Il n'a pas été possible de tirer de l'analyse de cette transaction une valorisation spécifique pour la branche Champagne, sachant que le prix payé par Pernod Ricard faisait ressortir des multiples de Chiffre d'Affaires de 3X et d'Ebitda de 12,9X, qui, appliqués aux chiffres de Mumm au 30 juin 2007, conduiraient à une valeur très inférieure au prix proposé.

Reste la transaction sur Taittinger qui a eu lieu en mai 2006, quelques mois après le rachat par le fonds Starwood du groupe Louvre-Taittinger et son retrait de la cote. Les multiples ressortant de cette transaction sont VE/CA de 6,9X, VE/Ebitda de 27X et VE/Ebit de 31,7X, soit des multiples très élevés qui tiennent compte du contexte spécifique de l'opération (une partie de la famille Taittinger souhaitant récupérer cet actif après avoir cédé la totalité du groupe à un fonds d'investissement américain) et de la qualité des actifs détenus, Taittinger ayant un positionnement haut de gamme avec un taux d'approvisionnement de 50%, exceptionnel pour le secteur et des marges élevées (25% d'Ebitda, 21% d'Ebit). Les multiples de Chiffre d'Affaires, qui ne tiennent pas compte des différences d'actifs et de rentabilité ne peuvent être appliqués tel quel, sachant que cette transaction a bien été prise en compte pour la valorisation de la marque dans l'approche par l'Actif Net Réévalué.

**Le prix de 200€ par action valorise Mumm à 402M€ pour 100% des capitaux propres, soit 587M€ en Valeur d'Entreprise c'est à dire en ajoutant la dette nette ajustée à fin juin 2007. Ce prix fait ressortir les multiples suivants sur la base des comptes au 30 juin 2007 : VE/CA de 4,5X, VE/Ebitda de 34,7X et VE/Ebit de 41,5X, soit des niveaux qui se situent très clairement dans le haut de fourchette des multiples payés dans le secteur et intègrent, comme le montrent les autres critères mis en oeuvre, un net redressement des marges de Mumm à terme.**

#### ■ **Analyse des travaux de la Société Générale**

Nous avons pris connaissance des éléments d'appréciation du prix proposé préparés par la Société Générale qui a retenu comme critères analogiques les comparaisons boursières et les transactions comparables et comme critères intrinsèques l'actif net réévalué et les transactions de gré à gré tout en soulignant que l'approche par l'actif net réévalué est liquidative en ce qu'elle revient à considérer que la société arrête son activité et cède ses actifs, et que les transactions de gré à gré portent sur des volumes très limités.

Nos approches sont donc assez similaires, sachant qu'il nous semble qu'une approche réellement liquidative aurait conduit à un actif net réévalué inférieur car il aurait fallu s'interroger sur l'éventuelle décote à appliquer à certains actifs alors que l'optique dans laquelle nous nous sommes placés, comme la Société Générale, est plutôt de se caler pour chacun des actifs concernés sur le prix le plus élevé donné par des transactions sectorielles.

La mise en oeuvre de ces critères ne fait pas ressortir de différences très significatives par rapport à nos propres travaux. Les principaux écarts que nous avons constatés concernent :

##### *(i) Pour l'ensemble des méthodes*

La Société Générale a capitalisé les résultats obtenus en considérant qu'ils correspondaient à une valeur au 30 juin 2007 (à l'exception de l'actif net réévalué au 31 décembre 2007), option que nous avons retenue (avec un calcul légèrement différent) pour la seule méthode des DCF.

Pour le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des capitaux propres, qui correspond essentiellement à la prise en compte de la dette nette de Mumm (173M€) mais également quelques autres éléments, nous avons intégré les actifs différés d'impôts. En revanche nous n'avons pas considéré que l'ajustement du BFR devait être pris en compte dans les méthodes analogiques, les sociétés composant l'échantillon ne pouvant faire l'objet d'un traitement similaire.

**(ii) Pour l'actualisation des cash flows disponibles**

Le taux d'actualisation retenu par la Société Générale est de 7,47% pour un coût moyen pondéré du capital que nous estimons à 6,9% sur la base de sources un peu différentes, sachant que ces taux sont bas car fortement impactés par l'effet de levier des sociétés du secteur, correspondant pour partie au financement des stocks et qu'ils sont cohérents avec les taux généralement retenus par les analystes qui suivent le secteur.

Le taux de croissance à l'infini retenu par la Société Générale est de 2,5%, taux que nous avons également retenu et qui suppose, compte tenu d'une augmentation des volumes sous forte contrainte, une hausse significative des prix de vente. En conséquence ce taux de 2,5% doit être considéré comme un haut de fourchette dans le cadre de l'évaluation de Mumm.

S'agissant des prévisions et de leur prolongation sur la période 2011/2017, nous n'avons pas d'écart significatif avec la Société Générale, les deux éléments clefs, à savoir le niveau de marge à terme, calé sur l'observation des comparables d'une part et d'autre part l'amélioration du niveau de besoin en fonds de roulement ayant fait l'objet d'échanges avec la direction de Mumm permettant de conforter ces hypothèses.

Il y a un écart avec la Société Générale qui porte sur la valeur terminale qui correspond à un flux normalisé et pour laquelle nous avons des hypothèses moins favorables d'évolution du BFR, dont nous avons figé le niveau à l'horizon 2017 et fait évoluer en fonction du taux de croissance de 2,5% retenu.

Enfin, nous avons considéré que le premier flux 2007/2008 était perçu dans l'immédiat et n'était pas actualisé alors que la Société Générale s'est replacée au 30 juin 2007, dernier arrêté servant pour le calcul de la dette financière nette, et a ensuite capitalisé le résultat de cette méthode à aujourd'hui, pour un écart qui au final, est peu élevé.

Au total nous retenons une valeur centrale de 135,4€ par action Mumm contre 156€ retenu par la Société Générale.

**(iii) Pour les comparaisons boursières**

La mise en oeuvre de ce critère ne diffère ni sur l'échantillon retenu, ni sur les multiples analysés. Les différences viennent des sources utilisées pour calculer les multiples de comparables ainsi que du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres, dans lequel nous avons pas intégré le retraitement lié à la normalisation du BFR (passage du BFR fin d'exercice à BFR moyen) dans la mesure où ce retraitement n'a pas pu être fait sur les sociétés qui constituent l'échantillon.

**(iv) Pour l'Actif Net Réévalué**

L'écart entre la Société Générale et AA Fineval sur ce critère est faible et résulte de l'évaluation de la marque par référence à la transaction Taittinger, le multiple de chiffre d'affaires retenu étant de 1,45 pour la Société Générale et de 1,37 selon notre propre analyse.

**La valeur de 193,1€ par action que la Société Générale extériorise se compare à la fourchette de 181,7€ à 186,3€ par action auxquels nos travaux nous conduisent.**

**(v) Pour les transactions sectorielles**

Les seuls multiples utilisés par la Société Générale sont les multiples de chiffre d'affaires, sachant que les multiples de résultat conduisent, comme pour les comparaisons boursières, à des valeurs non significatives du fait de la faiblesse des marges actuelles de Mumm.

Nous soulignons pour notre part que les multiples implicites ressortant de la présente opération se situent dans le haut de fourchette des multiples constatés lors de transactions.

**Conclusion sur le caractère équitable du prix de 200€ par action Mumm**

- **Le prix de 200€ par action Mumm est très supérieur à la valeur par comparaisons boursières basée sur la rentabilité à court terme pour 2008 et 2009, et fait ressortir des multiples élevés par rapport aux transactions sectorielles.**
- **Le prix de 200€ par action Mumm est supérieur à la valeur ressortant de l'actualisation des cash-flows à partir d'hypothèses d'évolution de marges et de BFR volontaristes.**
- **Le prix de 200€ par action est calé sur la valeur d'Actif Net Réévalué qui tient compte de la qualité des actifs détenus sans intégrer la faible rentabilité générée aujourd'hui par ces actifs.**
- **Le prix de 200€ par action Mumm est supérieur aux transactions de gré à gré réalisées avec les actionnaires minoritaires jusqu'en juin 2007.**

**Le prix de 200€ par action Mumm est équitable pour les actionnaires minoritaires.**

**Le 20 février 2008**

**Marie-Ange Farthouat , Associée**

**AA** Fineval,  
25, rue des Jeûneurs - 75002 Paris  
Tél : + 33 (0)1 40 26 38 06  
www.aafineval.com

**2. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION**

**2.1 POUR PERNOD RICARD**

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

Patrick Ricard, Président-directeur général de Pernod Ricard

## **2.2 POUR MUMM**

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

Lionel Breton, Président-directeur général de  
G.H. Mumm & Cie, Société vinicole de Champagne, Successeur

## **2.3 ETABLISSEMENT PRESENTATEUR**

*« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, Société Générale, établissement présentateur, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre et du Retrait Obligatoire qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par Pernod Ricard, et les éléments d'appréciation du prix proposés, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée »*

Société Générale