

BELVÉDÈRE

Marie
Brizard
depuis 1755

Offre Publique d'Achat Simplifiée
visant les actions de la société Marie Brizard & Roger International
initée par la société **Belvédère**
Conseil associé **Bucéphale Finance**
présentée par **CIC Vizille Capital Finance**

**Résumé de la Note d'information conjointe aux sociétés
Belvédère et Marie Brizard & Roger International**
Prix de l'offre : 141 euros par action - Durée de l'offre : du 18 mai 2006 au 31 mai 2006 inclus



Avis important

Si à la clôture de la présente offre publique d'achat simplifiée, Belvédère détient au moins 95 % des droits de vote de la société Marie Brizard & Roger International, Belvédère déposera dès la clôture de cette offre un projet d'offre publique de retrait immédiatement suivie, si elle détient au moins 95 % du capital de Marie Brizard & Roger International d'une procédure de retrait obligatoire au prix de 141 euros par action. Dans cette perspective, le rapport de Détroyat Associés, agissant en qualité d'expert indépendant agréé par l'Autorité des marchés financiers, est inclus dans la note d'information.

AMF

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application des articles L.412-1 et L.621-8 du Code monétaire et financier, l'Autorité des Marchés Financiers a apposé le visa n°06-137 en date du 15 mai 2006 sur la note d'information faisant l'objet du présent résumé, conformément aux dispositions des articles 231-1 et suivants de son Règlement général. Cette note a été établie conjointement par les sociétés Belvédère et Marie Brizard & Roger International et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa n'implique ni approbation du prix ou de l'opportunité de l'opération ni authentification des éléments comptables et financiers présentés. Il a été attribué après examen de la pertinence et de la cohérence de l'information donnée dans la perspective de l'offre faite aux actionnaires de la société visée.

La note d'information incorpore par référence le document de référence de Belvédère relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2004 qui a été déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers le 28 septembre 2005 sous le numéro D.05-1174, et son actualisation déposée auprès de l'Autorité des Marchés Financiers le 7 mars 2006 sous le numéro D.05-1174.A01.

Des exemplaires de la note d'information et du document incorporé par référence et de son actualisation sont disponibles sur le site Internet de l'Autorité des Marchés Financiers (www.amf-france.org) et peuvent être obtenus sans frais auprès de : **Belvédère** : 10, avenue Charles Jaffelin - 21200 Beaune, **Marie Brizard & Roger International** : 130-142, rue Fondaudège - BP 557 33000 Bordeaux, **CIC Vizille Capital Finance** : Espace Cordeliers 2, rue Président Carnot - 69293 Lyon Cedex 02.



Présentateur de l'Offre



Conseil associé

BELVÉDÈRE

Société Anonyme au capital de 4 079 980 €

Siège Social : 10, avenue Charles Jaffelin - 21200 BEAUNE

RCS BEAUNE B 380 695 213



BELVÉDÈRE

Marie
Brizard
depuis 1755



I. PRESENTATION DE L'OPERATION

En application des articles 231-14, 233-1 2°, 233-3, 234-2 et 234-3 1°, du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, **Belvédère**, société anonyme à conseil d'administration, au capital de 4 079 980 € et dont le siège social est 10 avenue Charles Jaffelin 21200 Beaune, (ci-après « **Belvédère** » ou l'« **Initiateur** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** ») à offrir aux actionnaires de **Marie Brizard & Roger International**, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 17 477 304 euros dont le siège social est situé, 130-142 rue Fondaudège 33000 Bordeaux immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés sous le numéro 454 200 064 (ci-après « **Marie Brizard & Roger International** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B de l'Eurolist d'Euronext Paris, d'acquérir sur le marché la totalité de leurs actions Marie Brizard & Roger International au prix de 141 euros l'action, à régler exclusivement en numéraire, dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **Offre** » ou l'« **OPAS** ») décrite ci-après.

L'Offre fait suite à l'acquisition par Belvédère le 13 avril 2006 de la totalité du capital de la société Duke Street Capital France 2, qui détient elle-même 1 514 031 actions Marie Brizard & Roger International représentant 69,30 % du capital et 74,10 % des droits de vote de la Société.

CIC Vizille Capital Finance est l'établissement présentateur de l'OPAS et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-14 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Belvédère.

L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF. Elle vise la totalité des actions Marie Brizard & Roger International existantes non détenues par Belvédère, soit, à la date de dépôt de la présente note d'information, un total de 670 532 actions visées par l'Offre.

1 MODALITÉS D'ACQUISITION DU CONTROLE DE MARIE BRIZARD & ROGER INTERNATIONAL

1.1 Acquisition du contrôle de Marie Brizard & Roger International

En application d'un contrat d'acquisition conclu en date du 23 décembre 2005 Belvédère a acquis le 13 avril 2006 la totalité du capital de la société Duke Street Capital France 2.

Cette transaction valorise la participation de Duke Street Capital France 2 dans Marie Brizard & Roger International à 213 478 371 euros soit 141 euros par action Marie Brizard & Roger International.

1.2 Franchissement de seuils

A la suite de la réalisation des opérations intervenues le 13 avril 2006, les déclarations suivantes ont été effectuées à l'AMF et à la Société :

1. Par lettre en date du 20 avril 2006, Belvédère a, conformément aux dispositions de l'article L233-7 du Code de commerce, déclaré avoir franchi à la hausse, les seuils de 5%, de 10%, de 15%, de 20%, de 25%, du tiers, de 50% et des deux tiers du capital et des droits de vote de Marie Brizard & Roger International; cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 21 avril 2006 sous le numéro 206C0735.

2. Par lettre en date du 25 avril 2006, la société Spirit Investments, société de droit belge au capital de 62 000 euros 10 avenue de Terueren - 1040 Bruxelles a déclaré avoir franchi à la baisse indirectement par l'intermédiaire de la société Duke Street Capital France 2 qu'elle contrôlait, les seuils des deux tiers, des 50 %, 33 %, 25 %, 20 %, 15 %, 10 % et 5 % du capital social et des droits de vote de Marie Brizard & Roger International et ne plus détenir aucun titre Marie Brizard & Roger International directement et indirectement. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 26 avril 2006 sous le numéro 206C0773.

2 MOTIFS DE L'OFFRE ET INTENTIONS DE L'INITIATEUR

2.1 Motifs de l'Offre

La présente Offre est consécutive à la prise de contrôle de la société Marie Brizard & Roger International le 13 avril 2006 par Belvédère, par l'acquisition indirectement, lors de la prise de contrôle de société Duke Street Capital France 2, d'un total de 1 514 031 actions Marie Brizard & Roger International.

2.2 Intentions de l'initiateur

L'objectif de l'acquisition de Marie Brizard & Roger International par Belvédère est principalement stratégique, puisque cette opération permet à Belvédère de compléter son implantation notamment en Europe occidentale.

Cette opération s'inscrit dans le contexte de la montée dans le capital de Belvédère du groupe CL Financial. Ce groupe basé à Trinidad est essentiellement implanté dans les Caraïbes et dans le Sud-Est des Etats-Unis (spécifiquement en Louisiane et Floride) principalement dans les domaines de l'assurance, bancaire et financier, de l'immobilier, des médias et de la communication, de l'agriculture et des forêts, de l'énergie et de la pétrochimie, du commerce et de la distribution, de la construction et du transport.

Le groupe CL Financial est rentré au capital de Belvédère en 2002 par augmentation de capital.

Il a pour ambition de bâtir, à partir de Belvédère, un groupe mondial de vins et spiritueux en s'appuyant sur une croissance organique forte et des acquisitions sélectives en Europe et en Amérique du Nord, qui ont d'ores et déjà débuté.

Le Groupe CL Financial est présent depuis plusieurs années dans le domaine des vins et spiritueux, principalement par l'intermédiaire des sociétés suivantes:

■ Angostura (Suisse) ^{SA} (détenue à 100 % par CL Financial) qui détient notamment elle-même les sociétés suivantes : Angostura ^{SA} (France), Etablissements Dugas (France), Thomas Hine & Co (France), Château OnLine (France), Fassbind Distribution (Suisse), Paragon Vinters Limited (Grande-Bretagne), Scheer (Hollande), CL World Brands Turkey, CL WB Duty Free, Caves du Palais de Justice...

■ CL World Brands Limited qui détient notamment les sociétés : Burn Stewart Limited (Grande-Bretagne); Rumpro Ltd (Iles Caïman).

Le pôle « Vins et Spiritueux » du Groupe CL Financial a engagé depuis quelques années une politique d'investissements croissants en Europe (notamment par la prise de contrôle récente des sociétés Dugas SAS, Thomas Hine et Château OnLine).

Le groupe CL Financial a renforcé sa part dans le capital de Belvédère lors de l'augmentation de capital réalisée en avril 2005. Il a souscrit en avril 2006 pour près de 93,2 millions d'euros à l'émission d'OBSAR que Belvédère vient de réaliser dans le cadre du financement de l'acquisition de Marie Brizard & Roger International

et vient d'exercer à hauteur de 75,5 millions d'euros une partie des BSAR obtenus lors de sa souscription à l'émission d'OBSAR. Cet exercice s'est effectué par compensation avec des obligations souscrites lors de cette dernière émission d'OBSAR.

La souscription du groupe CL Financial à l'émission d'OBSAR a été réalisée avec ses droits de souscription et avec les droits préférentiels de souscription acquis auprès des familles Rouvroy et Trylinski dans le cadre de la convention signée le 6 mars 2006 dans le cadre de la montée en puissance du groupe CL Financial dans le capital de Belvédère dans la perspective du dépôt par le groupe CL Financial d'un projet d'offre publique d'achat visant les titres cotés de la société Belvédère. Cette convention en date du 6 mars 2006 a fait l'objet d'une publication par l'Autorité des marchés financiers sous le numéro n°206C0489 en date du 14 mars 2006.

2.2.1 Poursuite de l'activité

L'initiateur à l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques de Marie Brizard & Roger International, et d'assurer le développement du groupe. Il n'est pas prévu à ce stade de changement majeur en terme de stratégie et de positionnement de Marie Brizard & Roger International sur le marché français.

2.2.2 Synergies

Les synergies sont avant tout commerciales. L'acquisition de Marie Brizard & Roger International permet en effet à la société Belvédère de compléter sa couverture du marché européen tout en offrant une palette de nouveaux produits. Par ailleurs, Belvédère attend de cette acquisition une amélioration des conditions d'achat liées à l'effet de taille du nouvel ensemble.

2.2.3 Intentions concernant

la direction de la Société et les organes de contrôle

Marie Brizard & Roger International est administrée par un conseil de surveillance et un directoire. Afin de tenir compte de la nouvelle configuration de son actionnariat, un Conseil de Surveillance de la Société du 13 avril 2006 a pris acte des démissions de tous les membres du Conseil de Surveillance et a nommé en remplacement, par voie de cooptation, en qualité de nouveaux membres du Conseil de Surveillance, les personnes suivantes :

- Arnaud Redon de Trabuc, membre et Président du Conseil de Surveillance,
- Luc Demarre, membre et Vice Président du Conseil de Surveillance,
- Lawrence Duprey, membre du Conseil de Surveillance,
- André Monteil, membre du Conseil de Surveillance.

Un conseil de surveillance qui s'est tenu le 20 avril 2006 a mis fin aux mandats de membre et de Président du Directoire de Monsieur Eric Brousse et a nommé Monsieur Jacques Rouvroy en qualité de membre et de Président du Directoire de la Société et Monsieur Christophe Trylinski en qualité de membre du Directoire de la Société.

A ce jour, le Directoire de la Société est composé comme suit :

- Jacques Rouvroy, membre et Président du Directoire,
- Christophe Trylinski, membre du Directoire,
- Jérôme Mattéoli, membre du Directoire,
- Jean François Le Bos, membre du Directoire.

2.2.4 Offre publique de retrait et retrait obligatoire – Fusion

Dans l'hypothèse où l'Initiateur viendrait à détenir au moins 95 % des droits de vote de Marie Brizard & Roger International à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de déposer une offre publique de retrait assortie d'un retrait obligatoire sur les actions Marie Brizard & Roger International restant alors détenues par le public.

Dans le cas contraire, il pourrait être envisagé de procéder à la fusion de Marie Brizard & Roger International avec Belvédère.



BELVÉDÈRE

Marie
Brizard
depuis 1755

2.2.5 Intentions de l'Initiateur concernant l'emploi

L'acquisition de Marie Brizard & Roger International s'inscrit dans une logique de développement commercial de l'activité et ne devrait pas avoir d'impact significatif sur la politique en matière d'emploi.

Les intentions de l'Initiateur en matière d'emploi, au regard des données dont il a connaissance et en cohérence avec la poursuite de l'activité, reposent sur une prévision de stabilité sans changement significatif, tant au regard du volume qu'au regard de la structure des effectifs.

Conformément aux dispositions des articles L. 432-1 et suivants du Code du travail, le comité d'entreprise de Marie Brizard & Roger International a été consulté le 22 décembre 2005 sur le projet d'acquisition indirecte de la société. Un exemplaire de la présente note d'information sera transmis aux organes représentatifs du personnel de Marie Brizard & Roger International dans les délais légaux après sa publication. L'Initiateur se tiendra à la disposition des organes représentatifs concernés qui souhaiteraient l'entendre dans le cadre de l'Offre conformément à la loi.

2.2.6 Politique de distribution

Après l'offre, il est dans l'intention de l'Initiateur de mettre en place une politique de distribution de dividendes conforme à la capacité distributrice de Marie Brizard & Roger International et à ses besoins et capacités de financement sans que cela constitue un engagement de la part de l'Initiateur, ni sur le principe ni sur la quotité d'une distribution future de dividendes.

3 CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

3.1 Conditions de l'Offre

En application des dispositions des articles 233-1 2° et 234-3 1° du Règlement général de l'AMF, CIC Vizille Capital Finance, établissement présentateur de l'Offre (« **Etablissement Présentateur** »), agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des actions Marie Brizard & Roger International non encore détenues par l'Initiateur.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement vis-à-vis des actionnaires de la Société à acquérir, sans aucune limitation, les actions qui seront présentées à la vente sur le marché pendant la période de l'Offre, au prix unitaire de 141 euros par action.

L'Offre est ouverte pendant une période de 10 (dix) séances de bourse, soit du 18 mai au 31 mai inclus.

Conformément à l'article 231-14 du Règlement général de l'AMF, CIC Vizille Capital Finance garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

CM CIC Securities membre du marché acheteur, agissant pour le compte de l'Initiateur, se portera acquéreur de toutes les actions Marie Brizard & Roger International qui seront apportées à l'Offre.

3.2 Nombre de titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur l'intégralité des actions non détenues par l'Initiateur, soit 670 532 actions, étant entendu qu'il n'existe aucune valeur mobilière autres que celles mentionnées ci-dessus susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital de Marie Brizard & Roger International, autre que 2 500 options de souscription d'actions en circulation à la fin de l'exercice clos le 31 décembre 2005, dont l'attribution a été décidée le 21 décembre 2004 par le Directoire en application de la cinquième résolution de l'Assemblée générale extraordinaire du 30 juin 2004.

3.3 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 19 avril 2006. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF le 19 avril 2006 sous la référence n°206C0723. Conformément à l'article 231-17 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse a été publié dans La Tribune le 20 avril 2006. L'AMF a déclaré rece-

vable l'Offre lors de sa séance du 2 mai 2006, et a publié un avis de recevabilité le 2 mai 2006 sous la référence n°206C0810.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris S.A. publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'opération.

Les actions 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 de titres inscrits 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 titres apportés à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit.

Les actionnaires qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre, dans les conditions présentées dans la présente note d'information, devront remettre un ordre de vente, qui sera irrévocable, au prestataire de services d'investissement habilité, dépositaire de leurs titres, au plus tard le 31 mai 2006, dernier jour de l'Offre.

Le règlement sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de bourse après chaque exécution, et les frais de négociation resteront à leur charge.

Conformément à l'article 231-8 du Règlement général de l'AMF, tous les ordres portant sur les actions Marie Brizard & Roger International devront être exécutés sur le marché Eurolist d'Euronext Paris. L'enregistrement de tout contrat optionnel auprès d'Euronext Paris est interdit jusqu'à la clôture de l'Offre en application de l'article P.2.4.4 des Règles particulières applicables aux marchés réglementés français d'Euronext Paris.

3.4 Calendrier indicatif de l'Offre

19 avril 2006 : Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF.

19 avril 2006 : Publication d'un avis de dépôt par l'AMF décrivant les principales dispositions du projet d'Offre.

20 avril 2006 : Publication d'un communiqué décrivant les principaux éléments du projet de note d'information dans le quotidien d'information financière de diffusion nationale, la Tribune.

2 mai 2006 : Recevabilité de l'Offre.

2 mai 2006 : Publication de l'avis de recevabilité par l'AMF.

15 mai 2006 : Visa AMF sur la note d'information.

16 mai 2006 : Mise à disposition de la note d'information visée sur le site Internet de l'AMF.

16 mai 2006 : Publication de l'avis d'ouverture de l'Offre.

17 mai 2006 : Publication d'un résumé de la note d'information dans un quotidien d'information financière de diffusion nationale.

18 mai 2006 : Ouverture de l'Offre.

31 mai 2006 : Clôture de l'Offre.

3.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre sur les actions est faite exclusivement en France.

La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France. La diffusion de la note d'information faite dans le cadre de l'Offre, peut, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique. En conséquence, les personnes en possession de la présente note d'information sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer.

3.6 Régime fiscal de l'offre

Il est décrit dans la note d'information faisant l'objet du présent résumé.

3.7 Modalités de financement de l'Offre

Le coût de l'acquisition (hors commissions et frais de courtage) de la totalité des titres visés par l'Offre représente un investissement maximal de 94,6 millions euros.

Le montant global des frais, coûts et dépenses exposées par Belvédère dans le cadre de l'Offre (y compris les frais liés au dépôt de l'offre, les frais d'audit et d'avocats, les frais de bourse, le coût des différentes publications et le coût de la garantie bancaire) est estimé à environ un million d'euros.

Le financement de l'acquisition de Marie Brizard & Roger International est assurée par l'émission d'OBSAR qui a été souscrite pour 160 millions d'euros en avril 2006 et par la mise en place le 13 avril 2006 d'un crédit relais sous forme d'une ouverture de crédit consenti par Crédit Suisse pour un montant global de 265 millions d'euros.

Ces 265 millions d'euros ont pour objet de financer :
■ à hauteur de 75 millions, l'acquisition du bloc de contrôle en complément des montants levés lors de l'émission d'OBSAR,

■ à hauteur de 95 millions l'offre publique d'achat simplifiée portant sur les 30,7 % du capital de la société Marie Brizard & Roger International restant dans le public,

■ et à hauteur de 95 millions d'euros le refinancement éventuel de la dette actuelle de la société Marie Brizard & Roger International.

Ce crédit relais a été mis en place le 13 avril 2006 pour une durée initiale d'un an maximum susceptible d'être prolongée de six mois.

Le coût de ce crédit relais est indexé sur l'euribor et sera lié à la notation du groupe Belvédère qui est en cours d'évaluation par des agences de rating.

Le contrat de ce crédit relais prévoit cinq ratios ou critères financiers à observer au niveau du groupe Belvédère et, en cas de non respect de ceux-ci, une clause d'exigibilité des montants attribués.

Ces ratios ou critères sont prédéterminés sur des périodes de trois mois pour toute la durée du crédit relais et portent sur :

■ le rapport de l'EBITDA sur le total des intérêts financiers, net des produits financiers perçus,

■ le rapport du montant du crédit relais sur l'EBITDA,

■ le rapport de l'ensemble de l'endettement net du groupe sur l'EBITDA,

■ le rapport du cash flow sur le total des remboursements en capital et en intérêts,

■ le montant maximum d'investissements autorisés.

Les principales garanties qui ont été accordées dans le cadre de ce contrat portent principalement sur :

■ à la signature de l'acquisition du bloc de contrôle : le nantissement des comptes bancaires de Belvédère, de la totalité des actions, obligations convertibles et bons de souscriptions d'actions de Duke Street Capital France 2, le nantissement des actions de la société Marie Brizard & Roger International qui seront acquises dans le cadre de l'Offre publique d'achat simplifiée ainsi que du compte bancaire y afférent, le nantissement de certaines marques (Youri Dolgorouki, Sobieski et Zawisza), le nantissement des actions, des créances et des comptes bancaires de différentes sociétés du groupe en Pologne,





BELVÉDÈRE

Marie
Brizard
depuis 1755

■ à la mise en place du crédit de refinancement des dettes de Marie Brizard & Roger International : le nantissement de 69,3 % des actions de Marie Brizard & Roger International, des actions détenues par Marie Brizard & Roger International dans la société les Chais Beaucairois, dans la société William Pitters International, dans la société Cognac Gautier, dans la société Marie Brizard España, le nantissement de marques de Marie Brizard & Roger International et William Pitters International, des comptes bancaires de Marie Brizard & Roger International, de William Pitters International et de Marie Brizard España, le nantissement de créances de Marie Brizard España.

Ce crédit relais est en cours de refinancement par une émission obligataire sous forme de "Senior Secured Floating Rate Notes". Cette émission porte sur un montant de l'ordre de 300 millions d'euros pour une durée de sept ans. Elle est assortie de suretés sur les principales filiales de Belvédère et de Marie Brizard. Elle est réalisée sous forme de placement privé et est appelée à être cotée sur un marché étranger.

Si le refinancement ne pouvait être mis en place, les suretés suivantes devront être mises en place : l'hypothèque d'actifs immobiliers de filiales polonaises et de Marie Brizard España, le nantissement de certaines entreprises polonaises et le nantissement de certaines marques de Marie Brizard España.

4 AUTRES ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE L'OFFRE

4.1 Accords auxquels Belvédère ou Marie Brizard & Roger International est partie

Ni Belvédère ni Marie Brizard & Roger International n'est partie à un accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de la présente Offre ou sur son issue.

4.2 Accords dont Belvédère ou Marie Brizard & Roger International a connaissance

Ni Belvédère ni Marie Brizard & Roger International n'a connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de la présente Offre ou sur son issue.

II. APPRECIATION DE L'OFFRE

Le prix offert par l'Initiateur est de 141 euros par action Marie Brizard & Roger International (le « **Prix d'Offre** »). Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre ci-après ont été établis par CIC Vizille Capital Finance, société présentatrice de l'Offre pour le compte de l'Initiateur.

Dans le cadre de l'évaluation multicritères, les principales méthodes usuelles d'évaluation ont été envisagées. La sélection des méthodes retenues a été établie en tenant compte des spécificités de Marie Brizard & Roger International et de son secteur d'activité.

1 PRÉSENTATION DE LA DÉMARCHE RETENUE POUR LA RÉALISATION DE L'OPÉRATION

1.1 Informations recueillies et utilisées dans le cadre de l'évaluation

CIC Vizille Capital Finance a effectué son évaluation de la société Marie Brizard & Roger International à partir des informations publiques propres à une société cotée (rapports annuels, publications au BALO), et en matière d'informations prévisionnelles, à partir des éléments réalisés à l'occasion du processus de mise en vente de la société et de leur mises à jour en mars 2006, qui sont repris dans le présent document.

Les éléments retenus pour les sociétés cotées pris dans l'échantillon de comparables sont issus des informations publiques de ces sociétés et des informations issues de sociétés de bourse suivant les valeurs retenues.



Ces informations et ces éléments prévisionnels n'ont pas fait l'objet d'audits spécifiques de la part de CIC Vizille Capital Finance et ne sauraient engager sa responsabilité si ils n'étaient pas conformes à la réalité ou si ils comportaient des omissions de nature à en altérer la portée.

Notons que la société ne fait pas l'objet actuellement de suivi de la part des sociétés de bourse.

1.2 Données de base utilisées dans le cadre de l'évaluation

Le nombre d'actions retenues pour cette évaluation est de 2 184 663 actions auxquelles nous avons rajoutées les 2 500 options de souscriptions qui ont été attribuées et qui peuvent être exercées à 72,29 euros. En conséquence pour nos calculs, nous avons raisonné sur une base diluée de 2 187 163 actions et minoré la dette nette de 180 725 euros.

La société n'a pas, à notre connaissance, émis d'autres titres donnant accès immédiatement ou à terme à son capital. Elle ne détient aucune de ses propres actions.

Nous avons repris pour notre évaluation les agrégats financiers suivants :

En milliers d'euros	2004	2005	2005 pf*
CA net	287 625	334 076	340 681
EBITDA	22 560	38 476	39 648
EBITA	15 867	32 431	33 188

Nous avons utilisé pour nos travaux d'évaluation un montant de dettes nettes de 87,2 millions d'euros au 31 décembre 2005 corrigé du produit de l'exercice des options de souscription.

* Nous avons également repris pour l'exercice 2005 un EBITDA et un EBITA proforma en intégrant William Pitters International à compter du 1^{er} janvier 2005 à partir de la note 25 figurant dans l'annexe des comptes consolidés de la société arrêtés au 31 décembre 2005.

Pour l'EBITA, il s'agit du résultat opérationnel et pour l'EBITDA il s'agit du résultat opérationnel courant majoré des dotations aux amortissements et des dotations nettes aux provisions.

1.3 Revue des méthodes d'évaluation

Sur la base des informations réunies, nous avons procédé à une évaluation en utilisant les méthodes d'évaluation les plus appropriées dans le cadre de cette approche.

1.3.1 Méthodologies d'évaluation écartées dans le cadre de l'évaluation des actions de la société Marie Brizard & Roger International

L'actif net comptable corrigé

Cette méthode a pour objet de corriger les valeurs comptables des actifs et passifs envers les tiers pour les porter à leurs valeurs de marché, faisant apparaître les plus ou moins values potentielles qui viendraient impacter la valeur des fonds propres.

Cette méthode utilisée essentiellement pour valoriser des sociétés foncières, des sociétés de portefeuille qui gèrent des participations industrielles ou financières ou encore des sociétés en difficulté, présente des limites sérieuses dans le cas de la présente évaluation réalisée dans une optique de continuité d'exploitation.

La valeur d'actifs incorporels comme la marque « Marie Brizard & Roger International » ou le fonds de commerce de la société est en outre intégrée indirectement dans la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Cette méthode n'a donc pas été retenue pour l'évaluation de Marie Brizard & Roger International.

Méthode d'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs.

Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution régulier et prévisible.

1.3.2 Méthodes d'évaluation retenues dans le cadre de l'évaluation de Marie Brizard & Roger International

Méthode rappelée à titre indicatif : l'actif net comptable

Nous avons rappelé pour mémoire le chiffre obtenu à partir des fonds propres du groupe qui constitue une référence indispensable pour apprécier le prix de l'offre. Au 31 décembre 2005, l'actif net comptable s'élevait à 95,168 millions d'euros, majoré du produit de l'exercice des options de souscription d'actions de 0,181 millions d'euros, soit sur la base d'un nombre d'actions de 2 187 163, une valeur par action de 43,59 €.

Méthode des cours de bourse

Marie Brizard & Roger International est cotée sur l'Eurolist segment B d'Euronext Paris. Elle a été introduite en bourse le 13 novembre 1984.

Depuis l'annonce de la transaction portant sur le bloc majoritaire détenu par Duke Street Capital France 2 et portant sur 69,3 % du capital de Marie Brizard & Roger International après la suspension du cours le 16 décembre 2005, le cours s'est rapproché de la valeur implicite de la transaction, soit 141€ par action.

Depuis cette annonce et depuis la reprise des cotations le 23 décembre et jusqu'au 31 mars 2006, près de 402 000 actions ont été échangés à des cours compris entre 136,80 euros et 139,30 euros. Pendant cette période le Crédit Industriel d'Alsace et de Lorraine a déclaré avoir franchi à la hausse les seuils des 5 % et des 10 % du capital de la société et détenir ainsi au 8 février 2006, 225 000 actions représentant 10,30 % du capital et 7,10 % des droits de vote de la société.

Le prix d'offre de 141€ par action se compare aux éléments historiques suivants calculés en date du 16 décembre 2005, date de la signature du protocole d'exclusivité et date de suspension de la cotation de Marie Brizard & Roger International et la publication d'un avis financier annonçant le projet d'acquisition et le prix retenu de 141 euros par action Marie Brizard & Roger International.

(Source Euronext Paris : le cours moyen pondéré est obtenu en divisant les montant des capitaux échangés par le nombre de titres traités sur la période).

	Cours moyen pondéré des volumes en euros *	Prime offerte par rapport au cours de 141
Cours de clôture au 16 décembre 2005 avant l'annonce de l'accord	106,60	32,27 %
Moyenne 1 mois*	104,58	34,83 %
Moyenne 3 mois*	99,81	41,27 %
Moyenne 6 mois*	96,14	46,66 %
Moyenne 12 mois*	90,42	55,94 %
Plus haut 12 derniers mois*	110,00	28,18 %
Plus bas 12 derniers mois*	76,00	85,53 %

* Calcul et référence de cours jusqu'au 16 décembre 2005.

La transaction de référence : la cession du bloc de contrôle

Parmi les différentes méthodes, celle-ci offre une valeur de référence essentielle à privilégier dans l'approche d'évaluation de la société Marie Brizard & Roger International dans la mesure où, c'est sur cette valorisation que le contrôle majoritaire de la société portant sur 69,3 % du capital de la société a été cédé et cela dans le cadre d'un processus de mise en vente pilotée par une banque d'affaires.

Cette transaction, effectuée le 13 avril 2006, a porté sur la totalité des titres de la société Duke Street Capital France 2.

Elle a été réalisée pour un montant global de 213 millions d'euros, soit une valorisation de la société pour 100 % de 308 millions d'euros.

Le protocole d'accord signé entre les parties précise que « le transfert et l'acquisition des actions et des bsa (de Duke Street Capital France 2) est convenu et accepté par les parties en contrepartie d'un prix total égal à



BELVÉDÈRE

Marie
Brizard
depuis 1755

213 478 371 euros sur la base d'un prix d'action MBRI de 141 euros diminué du montant de l'endettement financier net à la date de réalisation ».

Les multiples de transactions comparables

La méthode des multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société à évaluer les multiples de constatés lors de transactions comparables ou d'opération financières intervenues dans le même secteur d'activité ou avec des caractéristiques similaires.

Nous avons ainsi retenu pour cette analyse des transactions qui sont intervenues depuis début 2003 en Europe dans le secteur d'activité des boissons, sur des sociétés présentant un positionnement relativement proche de celui de Marie Brizard & Roger International.

Au sein du secteur des boissons nous avons retenu les transactions sur les sociétés relevant du domaine de spiritueux, des boissons sans alcools et des vins qui constituent les différentes activités du groupe.

Notre approche a été réalisée à partir de la base de données Zephyr, de notes d'analystes financiers, des communiqués publiés et des notes d'informations visées par l'Autorité des marchés financiers dans les cas d'opérations boursières.

Les multiples qui ont été retenus sont les multiples de Valeur d'Entreprise (« VE ») / EBITDA et VE / EBITA. Nous n'avons pas retenu les multiples de chiffre d'affaires VE / CA en raison des différences de marge d'exploitation entre les sociétés retenues dans notre sélection de transactions comparables. Le multiple de résultat net (« PER »), défini comme le rapport de la valeur de marché des fonds propres sur le résultat net n'est pas non plus retenu car il est affecté par les différences de structure financière entre les sociétés composant l'échantillon de transactions comparables.

Notre sélection de transactions et d'opérations financières fait ressortir les multiples suivants :

Nous n'avons pas retenu dans notre sélection de transactions comparables une transaction du secteur en raison des caractéristiques propres de la cible visée.

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE, en M€	xEBITDA	xEBITA
Mars-06	Bols Liqueurs	Pologne	ABN Amro	100,00 %	210,0		13,55
Oct-05	Polmos Byalistock	Pologne	CEDC	100,00 %	404,0		18,45
Août-05	Bols Vodka	Pologne	CEDC	100,00 %	225,0		13,24
Déc-03	Barbero 1891	Italie	Campari	100,00 %	149,2	10,34	12,34
Sept-03	Raynal & Cie	France	Premium Spirits	100,00 %	36,8	6,88	7,39
Sept-03	Boisset	France	SFG de la Vougeraie	100,00 %	91,0	5,86	7,86
Sept-03	Cosecheros Abastecedores	Espagne	Nazca Capital	100,00 %	128,8	9,02	10,20
Juin-03	Sella e Mosca	Italie	Campari	98,20 %	39,2	7,72	10,72
Août-05	Macaw	UK	Cott Beverages	100,00 %	117,9	8,08	16,02
Avr-05	Teisseire	France	Fruité	100,00 %	91,0	11,00	15,11
Sept-03	Refresco	Pays-Bas	3i Group plc	100,00 %	217,6	5,53	10,43
Sept-03	Juver	Espagne	Conserve Italia	100,00 %	93,0	7,88	10,42
Mediane						7,88	11,53
Moyenne						8,03	12,14

Il s'agit début 2005 de l'acquisition de Glenmorangie par Moët Hennessy. Cette cible présente un positionnement et une rentabilité (ratio d'EBITA/CA de 17 % en 2004) qui ne permettent pas de l'intégrer de façon pertinente dans notre sélection.

La valorisation de Marie Brizard & Roger International obtenue par application de la médiane des multiples ainsi obtenus aux agrégats correspondants de la société pour l'année 2005 pro forma se situe entre 103,07 et 135,26 euros par action .

Sur la base de la valeur centrale de cette fourchette, soit 119,16 € par action, le prix d'offre présente une prime de 18,3 %.

Analyse des comparables boursiers

La méthode consiste à appliquer aux données financières de la société Marie Brizard & Roger International, les multiples constatés sur des sociétés comparables cotées en bourse.

Pour constituer notre échantillon, nous avons repris au sein du secteur boissons tels que défini par la société de bourse CM-CIC Securities les sociétés qui nous semblaient les plus proches de Marie Brizard & Roger International après avoir exclu les sociétés relevant du domaine du champagne et de la bière.

Nous avons retenu les sociétés suivantes : Remy Cointreau, Pernod Ricard, Campari, Coca Cola Hellenic Bottling en rajoutant la société espagnole Baron de Ley dont le positionnement nous paraissait intéressant pour compléter notre échantillon tant au niveau de la répartition sectorielle des activités de Marie Brizard & Roger International qu'au niveau géographique.

Compte tenu des écarts de taille qui existent entre les sociétés de notre échantillon et Marie Brizard & Roger International, nous avons appliqué sur les résultats obtenus une décote de 25 %.

Nous avons retenu les multiples de Valeur d'Entreprise (« VE ») / EBITDA et VE / EBITA et de PER .

Les multiples issus de notre échantillon sont les suivants :

Valeurs	Capitalisation	VE/Ebitda			VE/Ebita			PER ajusté		
		2005	2006e	2007e	2005	2006e	2007e	2005	2006e	2007e
Remy Cointreau	1 874,19	15,70	14,28	13,06	17,78	16,06	14,61	26,79	25,56	22,55
Pernod Ricard	14 578,79	14,72	13,35	11,21	17,06	15,09	12,41	21,73	18,38	14,71
Campari	2 119,92	12,38	11,52	10,53	13,55	12,69	11,59	17,95	16,31	15,22
CCHB	6 161,72	9,76	8,08	7,22	16,00	13,30	11,41	19,14	16,58	14,62
Baron de Ley	358,50	9,89	8,33	6,95	13,50	11,38	9,49	16,87	14,46	12,78
Médiane		12,38	11,52	10,53	16,00	13,30	11,59	19,14	16,58	14,71
Moyenne		12,49	11,11	9,80	15,58	13,70	11,90	20,50	18,26	15,98

L'application de ces multiples, après prise en compte d'une décote de 25 %, aux données proforma 2005 et retraitées d'éléments exceptionnels pour 2006 et 2007 de Marie Brizard & Roger International fait ressortir des valeurs par action comprises entre 110,52 euros et 133,98 euros par action, avec une valeur moyenne de 120,25 euros par action pour laquelle le prix d'offre présente une prime de 17,3 %.

Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie dite « Discounted Cash Flow »

La valeur des fonds propres de la société Marie Brizard & Roger International est liée à sa capacité à dégager des flux de trésorerie nets disponibles susceptibles de rémunérer les capitaux engagés.

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale.

Paramètres du modèle d'évaluation Horizon du modèle

De 2006 à 2010, nous sommes repartis du business plan réalisé pour la présentation de la société Marie Brizard & Roger International lors de son processus de mise en

vente et qui a été légèrement revu par le management en mars 2006.

Nous avons appliqué sur la période à ces éléments un taux d'impôt courant et nous avons utilisé le besoin en fonds de roulement normatif utilisé dans le business plan en repartant du besoin en fonds de roulement obtenu à partir du bilan au 31 décembre 2005.

Nous n'avons pas jugé utile de prolonger ce plan de développement au delà de cet horizon en raison du profil de croissance du groupe.

Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

Les flux de trésorerie sont calculés avant incidence du mode de financement et de la façon suivante :

Résultat d'exploitation

- (+) dotations aux amortissements et provisions
- (-) éléments exceptionnels
- (-) impôts
- (-) variation du besoin en fonds de roulement
- (-) investissements nets des cessions d'actifs

Par rapport aux données communiquées, les charges exceptionnelles ont été réduites de (1,5) millions d'euros à (1) millions d'euros à compter de 2007 pour limiter leur impact sur le modèle en raison de leur caractère forfaitaire établi à partir de l'historique de la société.

Calcul de la valeur terminale

Pour le calcul de la valeur terminale, nous avons utilisé un cash flow normatif calculé à partir de l'année 2010 reposant sur :

- une croissance à l'infini de 2 %,
- un maintien de la rentabilité appréciée au niveau de l'EBITDA ,
- un montant d'amortissement convergeant vers le montant des investissements tel qu'il est estimé sur le long terme par le management,
- une fiscalité au taux de 34,4 %,

Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation est le coût des capitaux engagés, soit la moyenne pondérée du coût des fonds propres et de la dette nette.

Conformément à l'approche du calcul de la prime de risque mis en oeuvre par CM CIC Securities , le coût des fonds propres prend en compte le taux sans risque calculé à partir d'une référence obligatoire à court terme (moyenne un mois) qui est majorée d'une prime de risque (moyenne un mois) établie à partir du taux d'actualisation du marché.

Taux sans risque : 3,70 %
(moyenne un mois - source CM CIC Securities)

Prime de risque : 6,6 %
(moyenne un mois - source : CM CIC Securities)

Beta : 0,88
Nous avons retenu pour Marie Brizard & Roger International un bêta de 0,88 qui est celui qui a été calculé pour l'échantillon de valeurs comparables cotées (source CM CIC Securities).

Ainsi, nous avons déterminé par la méthode du coût moyen pondéré du capital un taux d'actualisation de 8,04 % qui a été établi à partir d'un coût des capitaux propres de 9,51 % et à partir de la dette nette au 31 décembre 2005, soit 87 millions d'euros.





BELVÉDÈRE

Marie
Brizard
depuis 1755

Pour notre évaluation, nous avons fait varier le taux de croissance à l'infini du cash flow normatif utilisé pour calculer la valeur terminale entre 1,75 % et 2,25 %, et le taux d'actualisation entre 7,54 % et 8,54 %.

Ne disposant pas de moyen d'isoler les flux du début de l'exercice, nous nous sommes placés pour notre évaluation au début de l'année 2006. Puis, nous avons capitalisé jusqu'au 15 avril 2006 les valeurs obtenues en retenant le taux d'actualisation.

Les résultats finaux de notre approche sont positionnés dans le tableau ci-après qui présente les valeurs obtenues en faisant varier le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini.

En €	1,75 %	2,00 %	2,25 %
7,54 %	140,43	146,70	153,57
8,04 %	126,04	131,23	136,86
8,54 %	113,77	118,11	122,79

Sur ces bases, et selon cette méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, notre valeur d'évaluation exprimée par action se situe dans une fourchette comprise entre 113,77 euros et 153,57 euros par action comme mentionné dans le tableau ci-dessus, avec une valeur centrale de 131,23 euros par action pour laquelle le prix d'offre présente une prime de 7,44 %.

2 Synthèse de notre évaluation

Le tableau ci-après présente la synthèse des évaluations obtenues au terme de la mise en œuvre des méthodologies présentées ci-dessus.

Valeur de l'action

Méthode par	Valeur par action en euros	Prime offerte rapport au prix d'offre de 141
Pm Actif net par action au 31/12/05	43,59	223,47 %
Analyse du cours de bourse :		
Cours de clôture au 16/12/05	106,60	32,27 %
Moyenne 1 mois*	104,58	34,83 %
Moyenne 3 mois*	99,81	41,27 %
Moyenne 6 mois*	96,14	46,66 %
Moyenne 12 mois*	90,42	55,94 %
Plus haut 12 derniers mois*	110,00	28,18 %
Plus bas 12 derniers mois*	76,00	85,53 %
Transaction de référence	141,00	-
Multiples de transactions comparables	119,16	18,33 %
Comparables boursiers	120,25	17,26 %
Actualisation des flux	131,23	7,44 %

* Calcul et référence de cours jusqu'au 16 décembre 2005.

3 Conclusion

Le prix d'offre qui est identique au prix de la transaction sur le bloc de contrôle portant sur 69,3 % du capital présente une prime par rapport à l'ensemble des valeurs moyennes obtenues à travers nos différentes approches d'évaluation.

III. ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT : DETROYAT ASSOCIES

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, éventuellement suivie d'une Offre Publique de Retrait et d'un Retrait Obligatoire, que Belvédère a décidé de mettre en œuvre sur les actions Marie Brizard et Roger International au prix de 141 € par action, Détroyat Associés a été chargé, en qualité d'Expert indépendant agréé par l'Autorité des marchés financiers, de prendre connaissance du rapport d'évaluation réalisé par Vizille Capital Finance, ci-après l'Evaluateur, et de se prononcer sur le caractère équitable du prix proposé pour l'indemnisation des actionnaires minoritaires.

Nous nous sommes assurés que le prix proposé dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les actions Marie Brizard et Roger International est identique à celui payé par Belvédère aux actionnaires vendeurs et que ces derniers ne bénéficient d'aucun complément de prix.

Pour réaliser nos travaux, nous nous sommes notamment appuyés sur notre connaissance du secteur des spiritueux, ainsi que sur les bases de données de Détroyat Associés. Nous avons étudié le rapport réalisé par l'Evaluateur. Nous avons disposé d'un historique de comptes consolidés et d'un plan à moyen terme établi par le management de Marie Brizard et Roger International, que nous avons rencontré.

L'ensemble de ces éléments nous a permis de vérifier la cohérence des hypothèses retenues, ainsi que l'exactitude des calculs effectués, et de nous interroger sur la mise en œuvre de méthodes d'évaluation alternatives.

1 PRESENTATION DE LA SOCIETE

1.1 Historique

Marie Brizard et Roger International est un groupe dont l'activité consiste dans la fabrication de boissons (liqueurs, sirops et concentrés de fruits) et d'embouteillage de vin, en majeure partie à destination de la grande distribution, principalement en France (78 % du chiffre d'affaires 2005) et dans une moindre mesure en Espagne (7 %) et à l'export (15 %).

En 2002, après une période très difficile, le changement de l'équipe de direction de Marie Brizard et Roger International s'est traduit par :

■ la cession d'activités jugées non stratégiques : Distilleries Charentaises en avril 2002 ; Caves de la Bouvraie Mabriz Corporation et Marie Brizard

Wines & Spirits en octobre 2003, vins pétillants Sorevi en janvier 2004, activités gastronomiques en février 2005 ;

■ une réorganisation industrielle : fermeture du site de Lieusaint et transfert de la production de sirop à Beaucaire en décembre 2003, fermeture du site de Bruges en 2004, vente de l'usine de Lieusaint en 2005 ;

■ des opérations de croissance externe : Les Chais Beaucairois en août 2002, William Pitters International en mars 2005.

A l'issue de ces opérations, l'activité de Marie Brizard et Roger International se répartit entre :

■ les liqueurs et spiritueux (marques Marie Brizard, William Peel, Sir Pitterson, Berger, Gin Old Lady's) qui contribuent à hauteur de 33 % au chiffre d'affaires (net des promotions, remises et frais de distribution) attendu en 2006 (premier exercice consolidant William Pitters International sur 12 mois), et à hauteur de 50 % à la marge brute diminuée des dépenses marketing ;

■ les boissons sans alcool (Pulco, Sirops Sport) pour 17 % du chiffre d'affaires et 22 % de la marge brute nette des dépenses marketing ;

■ les vins avec les Chais Beaucairois en France (Duc de Birac, Oc Cuvée 178...) et Bodegas Marques del Puerto en Espagne, qui contribuent à hauteur de 50 % au chiffre d'affaires net attendu en 2006, et de 28 % à la marge brute nette des dépenses marketing.

La stratégie poursuivie par Marie Brizard et Roger International consiste à développer un portefeuille de marques bénéficiant d'une forte présence en grande distribution, afin de bénéficier de synergies au niveau des équipes commerciales. Le groupe détient, par ailleurs, avec Les Chais Beaucairois, le plus important site français d'embouteillage de vin, avec une production annuelle de l'ordre de 160 millions de bouteilles.

1.2 Business plan

Le management de Marie Brizard et Roger International a établi des projections détaillées par ligne de produit jusqu'en 2010. Les principales tendances sont les suivantes :

■ une croissance modérée du chiffre d'affaires, qui masque des évolutions contrastées :

- Les vins sont en recul, l'augmentation des ventes à l'export ne compensant pas la réduction des ventes à Casino dans le cadre du contrat actuel (40 % du chiffre d'affaires vins en 2005 contre 29 % projeté en 2008), qui a un impact négatif sur le taux de marge brute.

- Cette tendance est plus que compensée par la progression des ventes de Pulco et des liqueurs.

- Cette évolution du mix produit est favorable en termes de marge brute, dont le rapport au chiffre d'affaires net des frais de distribution s'apprécie de 0,80 % sur la période.

- Une croissance soutenue des frais de communication et de marketing, ce qui est cohérent avec les objectifs affichés de renforcement (ou de consolidation) des parts de marché des principaux produits en France (en 2005 16 % pour le Whisky William Peel, 16 % pour le Gin Old Lady's, 85 % pour Pulco, 10 % pour Sirop Sport) ;

- Ces éléments conduisent la marge d'EBITDA (exprimée en pourcentage du chiffre d'affaires net des frais de distribution) à se maintenir à des niveaux similaires au niveau actuel.

- La période 2006-2010 va être marquée par des investissements plus faibles que ceux que le groupe a consentis au cours des dernières années. En conséquence, la marge d'EBIT est attendue en progression de 0,3 %, bénéficiant de la réduction des dotations aux amortissements.

Sur ces bases le ROCE de Marie Brizard et Roger International devrait s'apprécier de 1,6 % entre 2005 et 2010.

2 VALORISATION

2.1 Méthodes écartées par l'Evaluateur et par l'Expert indépendant

Méthode du rendement (actualisation des dividendes)

Le dividende n'est pas représentatif de la totalité des flux générés par l'activité, et son niveau dépend de la politique fixée par l'actionnaire majoritaire. L'actualisation des flux de trésorerie permet de tenir compte de l'intégralité de la capacité distributrice de la société. Pour ces raisons, nous approuvons le choix de l'Evaluateur d'écarter la méthode du rendement.

A titre d'information, on soulignera que Marie Brizard et Roger International n'a distribué aucun dividende au cours des 5 dernières années.

Actif net comptable corrigé

Cette méthode suppose de pouvoir déterminer la valeur de marché des différents actifs de la société. En dehors de ses installations industrielles et de son portefeuille de marques, la valeur du groupe Marie Brizard et Roger International provient aussi de son réseau de distribution, dont la valeur est intégrée directement dans la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie. En conséquence, nous approuvons le choix de l'Evaluateur d'écarter cette méthode.





BELVÈDÈRE

Marie
Brizard
depuis 1755



2.2 Méthode retenue à titre indicatif par l'Évaluateur et écartée par l'Expert indépendant

Actif net comptable

L'Évaluateur retient la référence à l'actif net comptable consolidé à titre indicatif. Au 31/12/2005, il s'élève à 95,2 M€ soit 43,6 € par action. Ce montant ne tient pas compte des capacités bénéficiaires futures de la société, et nous ne retenons pas cette approche.

2.3 Méthodes retenues par l'Évaluateur et par l'Expert indépendant

2.3.1 Cours de bourse de l'action

Marie Brizard et Roger International

Nous approuvons le choix de l'Évaluateur de retenir, comme dernier jour de cotation, la séance du 16 décembre 2005, soit celle précédant l'annonce (le 21/12/2005) du projet de cession de Duke Street Capital France 2, société détenant 69,3 % du capital de Marie Brizard et Roger International.

La cotation de l'action Marie Brizard et Roger International a porté sur à peine plus de 124 000 titres au cours des 12 mois précédant le 16/12/2005, soit moins de 6 % du capital. Toutefois, il convient de souligner que ce volume représente 43 % du flottant. La liquidité, quoique réduite, permet donc de retenir la référence au cours de bourse dans le cadre des présents travaux. L'Évaluateur établit que le prix offert de 141 € par action fait ressortir des primes allant de 32 % à près de 56 % sur les cours moyens pondérés par les volumes calculés sur des périodes allant de 1 mois à 1 an, arrêtees au 16/12/2005 (et plus de 85 % sur le cours le plus bas atteint au cours des 12 derniers mois, contre une prime de 28 % sur le plus haut de la même période). Ces résultats n'appellent pas de commentaire de notre part.

2.3.2 Référence à la transaction majoritaire

L'Évaluateur souligne que le prix de 141 € par action correspond à celui sur la base duquel l'accord de cession des actionnaires de Duke Street Capital France 2 à la société Belvédère a été conclu. Cette transaction porte, par transparence, sur 69,3 % du capital de Marie Brizard et Roger International. Elle constitue une référence forte, qui est intervenue, grâce à une surenchère, après la recherche fructueuse de nouveaux partenaires financiers.

Nous nous sommes assuré qu'aucun complément de prix, sous quelque forme que ce soit, n'avait été versé, ou promis, aux vendeurs des actions Duke Street Capital France 2.

2.3.3 Multiples de transactions comparables

L'Évaluateur a retenu un échantillon de 12 transactions intervenues depuis septembre 2003, dont la composition appelle les commentaires suivants :

■ Nous considérons que l'acquisition de William Pitters International au début de l'année 2005 doit être intégrée dans l'échantillon. Il s'agit d'une acquisition stratégique réalisée par Marie Brizard et Roger International.

■ L'acquisition de Polmos Bialystok par CEDC en octobre 2005 nous paraît devoir être écartée : les informations permettant de déterminer les multiples de cette acquisition sont en effet peu nombreuses et contradictoires.

Les agrégats 2005 de Marie Brizard et Roger International appliqués aux multiples correspondent aux données retraitées communiquées par la société dans son rapport annuel 2005, et tiennent compte de 12 mois d'activité de William Pitters International. Nous approuvons cette approche.

Compte tenu de l'absence d'information disponible sur les autres agrégats, nous validons le choix

de l'Évaluateur de retenir les multiples de valeur d'entreprise (VE) ramenée à l'EBITDA et à l'EBIT. En revanche, il convient de souligner que l'Évaluateur utilise les multiples médians de l'échantillon. Sur la base des multiples moyens de l'échantillon de l'Évaluateur appliqués aux agrégats 2005 pro forma, la valeur de l'action Marie Brizard et Roger International s'établit à 125,2 €, niveau supérieur de 5 % à celui retenu par l'Évaluateur (119,2 €).

Nous avons procédé à des calculs alternatifs en excluant l'acquisition de Polmos Bialystok mais en incluant l'acquisition de William Pitters International. Sur ces bases, la valeur de l'action Marie Brizard et Roger International ressort à 119,3 €.

2.3.4 Comparaisons boursières

Analyse du rapport de l'Évaluateur

L'Évaluateur a établi un échantillon de 5 sociétés qui diffèrent chacune fortement du profil du groupe Marie Brizard et Roger International, ce dernier étant présent sur trois segments (liqueurs et alcools blancs, boissons sans alcool et vins).

L'échantillon retenu appelle les commentaires suivants :

■ Les trois groupes de spiritueux retenus (Pernod Ricard, Rémy Cointreau, Davide Campari) présentent des tailles, ainsi qu'une part internationale de leur activité, largement supérieures à celles de Marie Brizard et Roger International.

■ Coca Cola Hellenic Bottling Company (CCHBC), seule société de l'échantillon spécialisée dans les boissons sans alcool, a un profil qui diffère fortement de celui du pôle Pulco / Sirop Sport de Marie Brizard et Roger International, n'étant pas propriétaire des marques qu'elle distribue, et générant près des deux tiers de ses ventes sur les marchés en développement ou émergents.

En résumé, la spécificité de Marie Brizard et Roger International n'est à notre avis que partiellement reflétée dans cet échantillon.

Par ailleurs, l'Évaluateur retient les multiples médians auxquels il applique une décote forfaitaire de 25 %, pour tenir compte de l'écart de taille entre les sociétés de l'échantillon et Marie Brizard et Roger International. Le principe d'une décote de taille n'est pas critiquable, mais son quantum n'est pas argumenté.

Les multiples retenus (VE/ EBITDA, VE / EBIT, P/E) appliqués aux exercices 2005 (pro forma) à 2007 aboutissent à une valeur de l'action Marie Brizard et Roger International de 120,2 €, au sein d'une fourchette allant de 110,5 € à 134,0 €.

Ajustements proposés par Détröyat Associés

Afin que le poids des activités de production et distribution de vin dans l'activité de Marie Brizard et Roger International soit mieux reflété dans la composition de l'échantillon, nous l'avons élargi aux sociétés suivantes :

■ Diageo, leader mondial des alcools et spiritueux, dont le portefeuille de marques intègre aussi un pôle vin (Chalone, Beaulieu) ;

■ Constellation Brands, dont le chiffre d'affaires net est constitué à hauteur de 70 % par Constellation Wines.

Cet ajustement ne permet pas toutefois de corriger de façon pleinement satisfaisante l'échantillon, et en conséquence la pertinence de la méthode d'évaluation par les comparaisons boursières reste limitée.

Les écarts de taille entre les sociétés de l'échantillon et Marie Brizard et Roger International ont été retraités sur la base de la méthodologie mise en place par Détröyat Associés dont les résultats sont publiés mensuellement dans le Produit d'Analyse de Risques (PAR).

Enfin, en plus des multiples de VE / EBITDA, VE / EBIT et P/E, nous avons intégré dans nos calculs les multiples de capitalisation boursière ramenée à la capacité d'autofinancement.



BELVÈDÈRE

Marie
Brizard
depuis 1755

Sur ces bases, la valeur de l'action Marie Brizard et Roger International ressort en moyenne à 127,2 €, dans une fourchette allant de 120,5 € à 136,4 €.

2.3.5 Actualisation des flux de trésorerie disponibles

Analyse du rapport de l'Evaluateur

L'Evaluateur a conservé le business plan établi par le management de Marie Brizard et Roger International. Le seul ajustement a porté sur le montant annuel des dépenses non identifiées, ramenées de 1,5 M€ à 1 M€ avant impôt, ce qui nous paraît pleinement justifié au vu de l'analyse historique de ce poste.

Pour établir un exercice normatif, l'Evaluateur a retenu, au delà de 2010, une marge d'EBIDTA stable par rapport au niveau atteint lors de la dernière année de l'horizon de prévisions du management, soit légèrement supérieure à ce qu'elle est actuellement. Cette hypothèse n'appelle pas de commentaire de notre part.

Sur la base d'un coût moyen pondéré du capital de 8,04 % et d'une croissance à l'infini de 2 %, l'Evaluateur conclut à une valeur centrale de l'action Marie Brizard et Roger International de 131,2 €.

Méthode alternative proposée par Détroyat Associés

Nous avons conservé les hypothèses de la direction de Marie Brizard et Roger International pour la période 2006-2010. L'exercice normatif a été déterminé en maintenant la marge d'EBITDA au niveau projeté en 2010, et en maintenant inchangé le niveau des investissements. Sur la base de nos discussions avec le management, nous pensons en effet que le niveau d'investissement projeté de 2006 à 2010 correspond à un montant normatif, qui permettra à la société de fournir les volumes anticipés tout en assurant l'entretien de son appareil de production.

Le coût moyen pondéré du capital ressort, d'après nos calculs, à 7,81% sur la base des éléments suivants :

- moyenne trois mois du rendement de l'OAT 10 ans soit 3,44 % ;
- bêta désendetté de 0,71 correspondant au bêta moyen constaté sur un échantillon de sociétés de sociétés du secteur des boissons (CEDC, Rémy Cointreau, Pernod Ricard, Diageo, Constellation Brands, Belvédère, Davide Campari, Baron de Ley, CCHBC, LVMH) déterminé sur la base de nos propres bases de données ;
- moyenne trois mois de la prime de risque ajustée en fonction de la taille de la société sur la base des formules publiées par Détroyat Associés dans le Produit d'Analyse de Risques (PAR), soit 6,78 % ;
- ratio d'endettement / valeur de marché des fonds propres cible de 25 %, soit la moyenne constatée sur l'échantillon retenu pour déterminer le bêta ;
- coût de la dette de 2,92 % après impôt, soit le coût réel tel qu'il ressort des prévisions de frais financiers intégrées au plan à moyen terme.

Sur ces bases, et compte tenu de la dette nette estimée au 15 avril 2006, la valeur de l'action Marie Brizard et Roger International s'établit, selon ce critère d'évaluation, à 138,3 €.

3 CONCLUSION

Le prix de 141 € par action Marie Brizard & Roger International, identique à celui offert par transparence aux actionnaires vendeurs à l'occasion de la cession de leur participation dans Duke Street Capital France 2, est supérieur aux cours de bourse historiques, aux valeurs résultant de l'application de multiples boursiers et de transactions comparables, ainsi qu'à la valeur déterminée par actualisation des flux de trésorerie.

En conséquence, le prix de 141 € par action Marie Brizard & Roger International est équitable pour l'indemnisation des actionnaires minoritaires dans le cadre d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Paris, le 18 avril 2006
Détroyat associés

4 AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE MARIE BRIZARD & ROGER INTERNATIONAL

Le Conseil de Surveillance qui s'est réuni le 13 avril 2006 a examiné le projet d'offre publique d'achat simplifiée initiée par Belvédère^{SA} sur les titres de la Société comme suite à l'acquisition par Belvédère^{SA}, indirectement au travers de l'acquisition de 100 % du capital de Duke Street Capital France 2 le 13 avril 2006, de 69,30 % du capital de la Société.

Le Conseil de Surveillance a pris connaissance du projet de note d'information conjointe et du projet de rapport d'évaluation préparé par CIC-Vizille Capital Finance. Le Président a indiqué que Détroyat Associés, en qualité d'expert indépendant, donnera dans les prochains jours un avis sur le caractère équitable du prix offert aux actionnaires de la Société

Au vu de ces éléments, et après en avoir délibéré, le Conseil de Surveillance, à l'unanimité, a considéré que l'offre publique d'achat simplifiée est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et a décidé d'émettre un avis favorable à l'offre publique d'achat simplifiée. Dans ces conditions, le Conseil a décidé de recommander aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'offre publique d'achat simplifiée.

Le Président du Conseil a indiqué que le Comité d'Entreprise sera informé et consulté sur le projet d'offre publique d'achat simplifiée conformément aux dispositions légales et réglementaires.

5 PRESENTATION DE LA SOCIETE INITIATRICE DE L'OFFRE

Une présentation de l'initiateur figure dans la note d'information faisant l'objet du présent résumé et peut être complétée par la lecture du document de référence 2004 de Belvédère déposé le 28 septembre 2005 auprès de l'Autorité des marchés financiers sous le numéro D.05-1174 et de son actualisation déposé en date du 7 mars 2006 sous le numéro D.05-1174.A01.

Dans le cadre de l'acquisition indirecte du bloc de contrôle de Marie Brizard & Roger International, la société Belvédère vient de réaliser une émission d'OBSAR qui a fait l'objet d'une note d'information qui a été visée par l'Autorité des marchés financiers sous le numéro 06-068 en date du 9 mars 2006. Les comptes consolidés de l'initiateur pour l'exercice clos le 31 décembre 2005 après rectification de la comptabilisation des OBSAR 2004 figurent dans la note d'information faisant l'objet du présent résumé.

6 PRESENTATION DE LA SOCIETE CIBLE, MARIE BRIZARD & ROGER INTERNATIONAL

Une présentation de Marie Brizard & Roger International figure dans la note d'information faisant l'objet du présent résumé.

7 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

La note d'information faisant l'objet du présent résumé comprend les attestations des personnes assumant la responsabilité de la dite note.

BELVÈDÈRE

Société Anonyme au capital de 4 079 980 €
Siège Social : 10, avenue Charles Jaffelin - 21200 BEAUNE
RCS BEAUNE B 380 695 213

