

# OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN EVENTUEL RETRAIT OBLIGATOIRE

Visant les actions de la société BRIOCHE PASQUIER



Initiée par la société

**PASQUIER S.A.**

Présentée par Portzamparc Société de Bourse



**Note d'information conjointe aux sociétés PASQUIER S.A et BRIOCHE PASQUIER**

**Prix de l'offre : 65 € par action dividende net de 0,75 € détaché**  
**Durée de l'offre : du 17 juillet 2006 au 28 juillet 2006 inclus**

## Avis important

La procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre dès la clôture de la présente Offre Publique de Retrait si PASQUIER SA détient plus de 95% du capital de BRIOCHE PASQUIER. Les actions de la société BRIOCHE PASQUIER qui n'auront pas été apportées à la présente offre publique de retrait seront alors transférées à l'initiateur moyennant une indemnisation de 65 € par action BRIOCHE PASQUIER dividende détaché et radiées de l'Eurolist d'Euronext Paris.



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° 06-259 en date du 12 juillet 2006 sur la présente note d'information, conformément aux dispositions de l'article 231-25 de son Règlement général. Cette note a été établie par l'initiateur conjointement avec la société visée 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 présente note d'information incorpore par référence :

- Le document de référence de la société BRIOCHE PASQUIER, déposé auprès de l'AMF le 30 mai 2006 sous le numéro D.06-0511 et le rectificatif enregistré le 26 juin 2006 sous le numéro D.06-06-0511-R01.

*La présente note d'information, ainsi que le document incorporé par référence mentionné ci-dessus, sont disponibles sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et sans frais auprès de la société BRIOCHE PASQUIER - ou de PASQUIER S.A., BP 12 49360 LES CERQUEUX.*

## SOMMAIRE

<b>I PRESENTATION DE L'OPERATION</b> .....	<b>4</b>
1.1 Motifs et contexte de l'opération .....	4
1.2 Caractéristiques de l'Offre et du Retrait Obligatoire.....	5
<b>1.2.1 Termes de l'Offre</b> .....	<b>5</b>
<b>1.2.2 Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre</b> .....	<b>5</b>
<b>1.2.3 Modalités de l'Offre et du Retrait Obligatoire</b> .....	<b>5</b>
<b>1.2.4 Calendrier indicatif de l'Offre et du Retrait Obligatoire</b> .....	<b>6</b>
<b>1.2.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger</b> .....	<b>7</b>
<b>1.2.6 Régime fiscal de l'Offre et du Retrait Obligatoire</b> .....	<b>7</b>
<b>1.2.7 Financement et coûts de l'Offre et de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire</b> .....	<b>8</b>
<b>1.2.8 Accords susceptibles d'avoir une influence significative sur l'offre</b> .....	<b>9</b>
<b>1.2.9 Avis des Conseils d'Administration de BRIOCHE PASQUIER</b> .....	<b>9</b>
1.3 Eléments d'appréciation de l'Offre et du Retrait Obligatoire.....	10
<b>1.3.1 Présentation de la démarche retenue pour la réalisation de l'opération</b> .....	<b>10</b>
<b>1.3.2 Méthodologie</b> .....	<b>10</b>
<b>1.3.3 Valorisation des actions Brioche Pasquier selon les méthodes retenues</b> .....	<b>11</b>
<b>1.3.4 Synthèse générale</b> .....	<b>19</b>
1.4 Rapport de l'expert indépendant (article 237-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers) .....	19
1.5 Rapport complémentaire de l'expert indépendant (article 237-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers).....	24
<b>II PRESENTATION DE L'INITIATEUR DE L'OFFRE : PASQUIER S.A.</b> .....	<b>27</b>
2.1 Renseignements de caractère général concernant PASQUIER S.A. ....	27
<b>2.1.1 Dénomination sociale</b> .....	<b>27</b>
<b>2.1.2 Siège social</b> .....	<b>27</b>
<b>2.1.3 Forme juridique</b> .....	<b>27</b>
<b>2.1.4 Registre du commerce et des sociétés</b> .....	<b>27</b>
<b>2.1.5 Date de constitution et durée de la société</b> .....	<b>27</b>
<b>2.1.6 Nationalité</b> .....	<b>27</b>
<b>2.1.7 Objet social</b> .....	<b>27</b>
<b>2.1.8 Exercice social</b> .....	<b>27</b>
<b>2.1.9 Président directeur général</b> .....	<b>27</b>
<b>2.1.10 Répartition des bénéfices (article 39 des statuts)</b> .....	<b>27</b>
2.2 Renseignements de caractère général concernant le capital de Pasquier S.A.....	27
<b>2.2.1 Capital Social (article 7 des statuts)</b> .....	<b>27</b>
<b>2.2.2 Forme des actions (article 12 des statuts)</b> .....	<b>28</b>
<b>2.2.3 Cessions d'actions (article 16 des statuts)</b> .....	<b>28</b>
<b>2.2.4 Pacte d'actionnaires</b> .....	<b>29</b>
<b>2.2.5 Répartition du capital et des droits de vote</b> .....	<b>29</b>
<b>2.2.6 Evolution du capital social</b> .....	<b>29</b>
<b>2.2.7 Autres titres donnant accès au capital</b> .....	<b>30</b>
<b>2.2.8 Nantissements, garanties, sûretés</b> .....	<b>30</b>
<b>2.2.9 Dividendes</b> .....	<b>30</b>
<b>2.2.10 Lieu où les documents sociaux de Pasquier S.A. peuvent être consultés</b> .....	<b>30</b>
2.3 Administration, direction générale et contrôle .....	30
<b>2.3.1 La Direction</b> .....	<b>30</b>
<b>2.3.2 Commissaires aux comptes</b> .....	<b>30</b>
2.4 Description des activités de Pasquier S.A. ....	31
2.5 Faits exceptionnels et litiges.....	31
2.6 Données financières simplifiées de PASQUIER SA .....	32
<b>2.6.1 Bilans simplifiés des trois derniers exercices</b> .....	<b>32</b>

<b>2.6.2 Compte de résultat des trois derniers exercices .....</b>	<b>32</b>
<b>III PRESENTATION DE LA SOCIETE CIBLE : BRIOCHE PASQUIER .....</b>	<b>33</b>
3.1 Evolution de la répartition du capital de BRIOCHE PASQUIER .....	33
3.2 Communiqués et avis financiers récents.....	33
<b>IV PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA PRESENTE NOTE</b>	
<b>D'INFORMATION .....</b>	<b>34</b>
4.1 Pour la présentation de l'Offre Publique.....	34
4.2 Pour la présentation des Sociétés.....	34
<b>4.2.1 Pour PASQUIER S.A.....</b>	<b>34</b>
<b>4.2.2 Pour BRIOCHE PASQUIER .....</b>	<b>34</b>

## I PRESENTATION DE L'OPERATION

### 1.1 Motifs et contexte de l'opération

La présente Offre Publique de Retrait (l'"**Offre**"), est initiée par la société PASQUIER S.A., dont le siège social est situé LES CERQUEUX (49360), ("**PASQUIER S.A.**" ou l'"**Initiateur**") et porte sur la totalité des actions de la société BRIOCHE PASQUIER, société cotée sur l'Eurolist d'Euronext Paris (compartiment B) dont le siège social est situé LES CERQUEUX (49360), ("**BRIOCHE PASQUIER**" ou la "**Société**").

Cette Offre Publique de Retrait sera suivie d'un Retrait Obligatoire (le "**Retrait Obligatoire**") si à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, PASQUIER S.A. qui détient d'ores et déjà plus de 95 % des droits de vote, vient à détenir plus de 95 % du capital de la société BRIOCHE PASQUIER.

Cette Offre fait suite à l'acquisition de titres BRIOCHE PASQUIER sur le marché réglementé, par PASQUIER S.A. ayant permis le franchissement du seuil de 95% des droits de vote. La déclaration de franchissement de seuil a été rendue publique par l'Autorité des marchés financiers (ci-après « l'AMF ») dans son avis numéro 206C0028 le 5 janvier 2006.

A ce jour, l'initiateur détient 4.049.663 actions BRIOCHE PASQUIER représentant 93,96 % du capital et 96,21 % des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 4.309.814 actions et 8.157.806 droits de vote.

Du 1<sup>er</sup> janvier au 30 décembre 2005, PASQUIER SA a acheté sur le marché 120.775 actions à un prix moyen de 59,58 euros (prix le plus haut : 59,68 euros, prix le plus bas : 57,45 euros), hors contrat de liquidité. Depuis le 30 décembre 2005 et à l'exception des opérations effectuées dans le cadre du contrat de liquidité, PASQUIER SA n'a pas procédé à des rachats d'actions.

Les achats de PASQUIER SA sur le marché ont été réalisés dans le contexte suivant :

- après une période de forte croissance se traduisant par une progression moyenne d'environ 20% de son chiffre d'affaires entre 1997 et 2001, BRIOCHE PASQUIER est confronté à un environnement plus difficile par :
  - o une rupture de croissance du marché de la viennoiserie, principal marché de la société,
  - o un écart trop important du prix de vente au consommateur entre un produit à marque industrielle et un produit à la marque du distributeur.
  - o le manque d'impact des opérations promotionnelles face aux marques des distributeurs (MDD) et aux produits Hard Discount,
  - o la forte médiatisation autour de l'équilibre alimentaire.
- la rentabilité de la société a fortement diminué au cours des derniers exercices et notamment en 2005 :
  - o le résultat net consolidé est passé de 17,2 M€ en 2004 à 8,1 M€ en 2005,
  - o le résultat opérationnel courant est passé de 33,0 M€ en 2004 à 19,7 M€ en 2005,
  - o la capacité d'autofinancement consolidée est passée de 39,4 M€ en 2004 à 35,6 M€ en 2005,
- à la suite de l'offre publique de rachat de ses propres actions initiées par Brioche Pasquier, offre dont le résultat a été publié le 20 novembre 2003 et de la réduction du capital consécutive décidée par le Conseil d'administration de la société le 21 novembre 2003, PASQUIER SA détenait 85,09% du capital et 90,93% des droits de vote.

Les résultats financiers de la société depuis 2003, l'opération d'OPRA et le flottant réduit qui résulte de cette dernière opération ont amené une désaffection des investisseurs sur le titre Brioche Pasquier. La liquidité des actions est aujourd'hui très faible avec quelques centaines d'actions échangées par jour.

Dans ce contexte, PASQUIER S.A. a souhaité offrir la possibilité aux actionnaires de céder leurs actions dans le cadre d'une Offre Publique de Retrait suivie, si PASQUIER S.A. vient à détenir à l'issue de l'Offre plus de 95 % du capital de la société BRIOCHE PASQUIER, d'un Retrait Obligatoire. Dans cette perspective, un expert indépendant a été désigné et agréé par l'AMF le 31 mai 2006.

Une synthèse du rapport d'évaluation de Portzamparc Société de Bourse et le rapport de l'expert indépendant sont reproduits ci-après.

La présente Offre n'aura aucune incidence sur la stratégie, la structure et les emplois de BRIOCHE PASQUIER. En outre, aucun changement dans les organes d'administration de BRIOCHE PASQUIER n'est prévu postérieurement à l'Offre. PASQUIER SA n'envisage pas de fusionner ses activités au cours des douze prochains mois avec celles de BRIOCHE PASQUIER.

La politique de distribution de dividendes demeurera sujette à révision en fonction des résultats annuels de la Société.

## 1.2 Caractéristiques de l'Offre et du Retrait Obligatoire

### 1.2.1 Termes de l'Offre

En application des articles 231-14, 236-3 et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, Portzamparc Société de Bourse, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé un projet d'Offre le 16 juin 2006 au prix de 60,70 € auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions de la société BRIOCHE PASQUIER non encore détenues par l'Initiateur.

Suite à différents échanges, les modifications suivantes ont été apportées au rapport de l'évaluateur :

- comparaison de multiples à l'OPR-RO Saveurs de France – Brossard : le rapport a été complété en intégrant le ratio VE/EBE et les ratios 2005. L'impact de ces modifications sur cette méthode fait passer la moyenne de valorisation de 52,3 € à 58,3 €,
- actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futures (Discounted Cash Flow – DCF) : la valorisation moyenne de cette méthode ressort à 59,2 € contre 51,8 € précédemment. Cette modification porte essentiellement sur le taux d'actualisation qui est aujourd'hui de 7,14% contre 8,4% précédemment.

Dans ce contexte et pour préserver une prime suffisante par rapport aux différentes méthodes, l'offre de PASQUIER SA a été relevée à 65 €.

En conséquence, PASQUIER S.A. s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la société BRIOCHE PASQUIER à acquérir, au prix de 65 € par action BRIOCHE PASQUIER dividende détaché, toutes quantités d'actions de la société BRIOCHE PASQUIER qui seront présentées sur le marché, pendant une période de 10 jours de négociation, soit du 17 juillet au 28 juillet 2006 inclus.

Le dividende net de 0,75 € par action a été mis en paiement le 23 mai 2006, préalablement à l'ouverture de l'Offre.

En application des dispositions de l'article 231-14 du Règlement général de l'AMF, Portzamparc Société de Bourse garantit le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

### 1.2.2 Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre

Il est rappelé que l'Initiateur détient, à ce jour, 4.049.663 actions BRIOCHE PASQUIER représentant 93,96 % du capital et 96,21 % des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 4.309.814 actions et 8.157.806 droits de vote.

Conformément à l'article 231-7 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions BRIOCHE PASQUIER non déjà détenues par l'Initiateur, à savoir 260.151 actions de la société BRIOCHE PASQUIER représentant 6,04 % du capital et 3,79 % des droits de vote de la Société.

Il est précisé qu'il n'existe pas d'autres valeurs mobilières ni d'instruments financiers donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la société BRIOCHE PASQUIER.

Les actions de la société BRIOCHE PASQUIER sont admises aux négociations sur l'Eurolist d'Euronext Paris (Compartiment B) sous le code ISIN : FR0000066276.

### 1.2.3 Modalités de l'Offre et du Retrait Obligatoire

(i) L'offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 16 juin 2006 par Portzamparc Société de Bourse. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF le 16 juin 2006 sous la référence n° 206C1176.

Conformément à l'article 231-17 du Règlement général de l'AMF, un communiqué conjoint, soumis à l'AMF préalablement à sa diffusion, a été diffusé par l'Initiateur et la société BRIOCHE PASQUIER le 16 juin 2006 et a été repris dans un avis financier par le journal La Tribune en date du 19 juin 2006.

L'AMF a déclaré l'Offre recevable dans sa séance du 11 juillet 2006. Un avis de recevabilité a été publié par l'AMF le 11 juillet 2006 sous la référence n° 206C1400.

Si à l'issue de l'Offre, PASQUIER SA détient plus de 95% des actions de BRIOCHE PASQUIER, conformément à l'article 237-2 du Règlement général de l'AMF, l'Initiateur publiera un avis informant le public du Retrait Obligatoire.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre et en accord avec la réglementation applicable, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris publiera le calendrier et les modalités de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire et notamment la date de sa prise d'effet.

L'Offre est valable pour une durée de 10 jours de négociation du 17 au 28 juillet 2006 inclus.

Les actionnaires de la société BRIOCHE PASQUIER qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre à leur intermédiaire financier (banque, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable, au plus tard le 28 juillet 2006, date de clôture de l'Offre.

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

Les actions apportées devront être libres de tout nantissement, gage, ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété.

L'offre sera réalisée par achat sur le marché, dans les conditions fixées dans l'avis d'ouverture d'Euronext Paris. Les ordres transmis seront irrévocables. Le règlement s'effectue trois jours de bourse après chaque exécution.

Le membre de marché acheteur agissant pour le compte de PASQUIER S.A. est Portzamparc Société de Bourse.

Les frais de négociation seront pris en charge dans les conditions habituelles par les vendeurs et l'acheteur, chacun prenant en charge les frais de courtages lui incombant. La négociation des titres pendant l'Offre se fera, conformément à la loi, par l'intermédiaire des membres de marché.

#### (ii) Le Retrait Obligatoire

PASQUIER S.A., sous la condition suspensive qu'elle détienne au moins 95% des actions de BRIOCHE PASQUIER, a également demandé à l'AMF l'autorisation de procéder au Retrait Obligatoire des actions de la société BRIOCHE PASQUIER dès la clôture de l'Offre, conformément aux articles 237-1 et 237-10 du Règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, si PASQUIER S.A. vient à détenir plus de 95 % du capital de la société BRIOCHE PASQUIER, les actions de la société BRIOCHE PASQUIER qui n'auront pas été apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société seront transférées le 31 juillet 2006 au profit de PASQUIER S.A., moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre, soit 65 € par action dividende détaché. En conséquence, les actions de la société BRIOCHE PASQUIER seront radiées de l'Eurolist d'Euronext Paris, après publication par l'Autorité des Marchés Financiers de l'avis de résultat de l'Offre le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre, soit le 31 juillet 2006.

Le montant de l'indemnisation par action, identique au prix par action de l'Offre, soit 65 € par action de la société BRIOCHE PASQUIER dividende détaché, sera versé à cette date par PASQUIER S.A. sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Portzamparc Société de Bourse, centralisateur des 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 de la société BRIOCHE PASQUIER 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 Portzamparc Société de Bourse pendant une durée de dix ans à compter du 31 juillet 2006 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 et du Retrait Obligatoire

16 juin 2006	Dépôt du projet d'Offre et du rapport de l'expert indépendant auprès de l'AMF Diffusion d'un communiqué relatif au dépôt de l'Offre
19 juin 2006	Publication du communiqué de presse dans La Tribune
11 juillet 2006	Décision de recevabilité de l'Offre par l'AMF
12 juillet 2006	Visa de l'AMF sur la note d'information
13 juillet 2006	Publication d'un communiqué relatif à la note d'information dans le journal La Tribune
17 juillet 2006	Ouverture de l'Offre
28 juillet 2006	Clôture de l'Offre
31 juillet 2006	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Si les conditions légales et réglementaires sont remplies, Retrait Obligatoire – Radiation de la cote des actions de la société BRIOCHE PASQUIER

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

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa hors de France. Les titulaires d'actions de la société BRIOCHE PASQUIER 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 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 à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. En conséquence, les personnes disposant de la présente note d'information doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. 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. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

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

Le régime fiscal des actions de la Société en l'état actuel de la législation française est décrit ci-après.

L'attention des actionnaires vendeurs est toutefois appelée sur le fait que les informations contenues dans la présente note ne constituent qu'un résumé du régime fiscal général applicable et que leur situation particulière doit être étudiée avec leur conseil fiscal habituel.

En outre, le régime fiscal décrit ci-après correspond à celui en vigueur à ce jour : ce régime pourrait être modifié par de prochaines évolutions législatives ou réglementaires que les investisseurs devront suivre avec leur conseil fiscal habituel.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale pour éviter les doubles impositions signées entre la France et cet Etat.

(i) Titres qui seront présentés dans le cadre de l'Offre

#### ***(a) Actionnaires personnes physiques résidents de France et agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé***

Les plus ou moins values constatées dans le cadre de l'Offre sont déterminées au moment de l'apport des actions de la Société à l'Offre par la différence entre d'une part, le prix offert et d'autre part, le prix de revient fiscal des actions de la Société apportées à l'Offre.

En application de l'article 150-0 A du Code Général des Impôts ( le « CGI »), les plus values de cession de valeurs mobilières réalisées par les personnes physiques sont imposables, dès le premier euro, à l'impôt sur le revenu au taux proportionnel actuellement fixé à 16 % (article 200 A.2 du CGI) si le montant annuel des cessions de valeurs mobilières et autres droits ou titres assimilés visés à l'article 150-0 A du CGI (hors cessions exonérées de titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions) excède, par foyer fiscal, un seuil actuellement fixé à 15 000 €.

Sous la même condition tenant au montant annuel des cessions de valeurs mobilières, la plus-value est également soumise :

- à la contribution sociale généralisée (art. 1600-0C et 1600-0E du CGI, la « CSG ») au taux de 8,2 %, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu ;
- au prélèvement social de 2 % (art. 1600-0F bis III 1 du CGI), non déductible de la base de l'impôt sur le revenu ;
- à la contribution additionnelle au prélèvement social de 2 % perçue au taux de 0,3 % (article 11-2 de la loi n° 2004-626 du 30 juin 2004 relative à l'assurance maladie), non déductible de la base de l'impôt sur le revenu ;
- à la contribution au remboursement de la dette sociale au taux de 0,5 % (art. 1600- 0G et 1600-0L du CGI, la « CRDS »), non déductible de la base de l'impôt sur le revenu.

En tenant compte de l'impôt sur le revenu et des prélèvements sociaux, le taux global d'imposition s'établit donc actuellement à 27 %.

Aux termes de l'article 150-0 D 11 du CGI, les moins-values éventuelles peuvent être imputées sur des gains de même nature réalisés au cours de l'année de cession ou des dix années suivantes, à condition que ces moins-values résultent d'opérations imposables, ce qui signifie notamment que le seuil de cession visé ci-dessus (*i.e.*, 15.000 €) devra avoir été dépassé l'année de réalisation de la moins-value. Pour l'application de ces dispositions, les plus-values de même nature s'entendent notamment, outre celles visées à l'article 150-0 A du CGI (lesquelles incluent notamment les gains nets imposables à la clôture avant la cinquième année d'un PEA), des profits retirés sur bons d'options (art. 150 *decies* du CGI).

La loi de finances rectificative pour 2005 prévoit que pour les cessions réalisées à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2006, la plus-value sera diminuée d'un abattement d'un tiers pour chaque année de détention au-delà de la cinquième. Les plus-values seront ainsi définitivement exonérées (hors prélèvements sociaux) lorsque les titres seront cédés après avoir été détenus pendant plus de 8 ans.

***(b) Actionnaires personnes morales résidents de France et soumis à l'impôt sur les sociétés***

Les plus-values réalisées et moins-values subies lors de la cession des actions de la Société 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% majoré, le cas échéant, de la contribution sociale sur les bénéfices de 3,3% 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 (article 235 ter ZC du Code Général des Impôts).

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-Ib et 235 ter ZC du Code Général des Impôts, de bénéficier d'une imposition des plus-values de cession de titres de portefeuille au taux réduit de 15 % et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3 % mentionnée ci-dessus.

Conformément aux dispositions des articles 219-Ia et 219-Ia ter du Code Général des Impôts, les plus-values nettes, réalisées à l'occasion de l'apport d'actions BRIOCHE PASQUIER à l'Offre revêtant le caractère de titres de participation détenus depuis au moins deux ans, relèvent du régime des plus-values à long terme et peuvent donc être soumises au taux réduit d'imposition des plus-values à long terme ; pour les exercices ouverts avant le 1<sup>er</sup> janvier 2006, ce taux réduit est égal à 15 % majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % mentionnée ci-dessus ; pour les exercices ouverts entre le 1<sup>er</sup> janvier 2006 et le 31 décembre 2006, ce taux réduit est égal à 8 % majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % mentionnée ci-dessus.

Constituent notamment des titres de participation pour l'application de l'article 219-Ia ter du Code Général des Impôts, les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable ainsi que, sous certaines conditions, les actions acquises en exécution d'une Offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales, visé aux articles 145 et 216 du Code Général des Impôts ou, lorsque leur prix de revient est au moins égal à 22.800.000 euros, les titres qui remplissent les conditions ouvrant droit à ce régime autres que la détention de 5 % au moins du capital de la filiale.

Des règles spécifiques d'imputation des moins-values à long terme sont prévues en fonction de l'origine et de la date de constatation desdites moins-values. Les investisseurs sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal sur ce point afin de déterminer le régime qui s'appliquera à leur cas particulier.

***(c) Actionnaires personnes physiques et morales résidents de France et soumis à un régime d'impôt différent***

Les personnes physiques et morales autres que celles visées ci-dessus et répondant à l'Offre doivent s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

***(d) Actionnaires personnes physiques et morales non résidents de France***

Les plus-values réalisées à l'occasion des cessions à titre onéreux de valeurs mobilières effectuées par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B ou dont le siège social est situé hors de France sont généralement exonérées d'impôt en France, à moins que ces plus-values ne soient rattachables à un établissement stable ou à une base fixe soumis à l'impôt en France, ou que les droits détenus directement ou indirectement par le cédant, avec son autres que la détention de 5% au moins du capital de la société émettrice, sont également présumés constituer des titres de participation si ces 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.

(ii) Titres qui feront 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.

**1.2.7 Financement et coûts de l'Offre et de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire**

Le montant maximum de l'Offre et de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire est d'environ 16,9 M€ correspondant à l'acquisition de 260.151 actions de la société BRIOCHE PASQUIER au prix unitaire de 65 €, étant précisé que la totalité des actions de la Société apportées à l'Offre ou transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire seront acquises par l'Initiateur.

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre et de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire par l'Initiateur, y compris les honoraires et frais de ses conseillers financiers, conseils juridiques, commissaires aux comptes et de l'expert indépendant, ainsi que les frais de publicité et de courtage, est estimé à environ 280 K€.

L'Initiateur financera l'Offre et le Retrait Obligatoire, y compris les coûts associés au moyen d'un emprunt dont les modalités principales sont les suivantes :

- Montant : 16.000.000 €
- Durée : échéance 30 avril 2007
- Taux : Euribor +0,60 %

Le remboursement de l'emprunt sera réalisé sur les propres ressources de PASQUIER S.A. La trésorerie nécessaire pourra provenir d'un nouvel emprunt, d'une augmentation de capital ou de tous moyens financiers à la disposition de PASQUIER S.A.

#### 1.2.8 Accords susceptibles d'avoir une influence significative sur l'offre

Néant

#### 1.2.9 Avis des Conseils d'Administration de BRIOCHE PASQUIER

##### Conseil d'Administration du 16 juin 2006

Le Conseil d'administration de la société BRIOCHE PASQUIER s'est réuni le 16 juin 2006 au siège de la Société, sous la présidence de Monsieur Serge PASQUIER, afin d'examiner le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (« l'Offre ») que la société PASQUIER S.A. a décidé de déposer sur la totalité des actions de la société BRIOCHE PASQUIER que PASQUIER S.A. ne détient pas encore.

Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents.

Le Conseil d'administration a pris connaissance du projet de note d'information, du rapport d'évaluation établi par la société Portzamparc et du rapport de l'expert indépendant concluant au caractère équitable du prix proposé pour les actionnaires minoritaires de BRIOCHE PASQUIER.

Le Conseil a approuvé le projet d'Offre Publique de Retrait suivie, si PASQUIER SA vient à détenir à l'issue de l'Offre plus de 95% du capital de la société BRIOCHE PASQUIER, d'un Retrait Obligatoire portant sur la totalité des actions BRIOCHE PASQUIER non encore détenues par PASQUIER SA, qu'il considère comme étant conforme aux intérêts de BRIOCHE PASQUIER ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés.

Le Conseil a approuvé le prix offert par PASQUIER SA de 60,70 € par action dividende détaché.

Le Conseil d'administration a décidé en conséquence, de recommander aux actionnaires de BRIOCHE PASQUIER d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que ces actions seront transférées à la société PASQUIER SA dans le cadre du Retrait Obligatoire, si PASQUIER SA vient à détenir à l'issue de l'Offre plus de 95% du capital de la société BRIOCHE PASQUIER.

La décision énoncée ci-dessus a été adoptée à l'unanimité

##### Conseil d'Administration du 10 juillet 2006

Le Conseil d'administration de la société BRIOCHE PASQUIER s'est réuni le 10 juillet 2006 au siège de la Société, sous la présidence de Monsieur Serge PASQUIER, afin d'examiner la modification du prix d'Offre.

Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents.

Le Conseil d'administration a pris connaissance du projet modifié de note d'information, du rapport d'évaluation modifié établi par la société Portzamparc et du rapport complémentaire de l'expert indépendant concluant au caractère équitable du prix proposé pour les actionnaires minoritaires de BRIOCHE PASQUIER.

Le Conseil a approuvé le projet d'Offre Publique de Retrait suivie, si PASQUIER SA vient à détenir à l'issue de l'Offre plus de 95% du capital de la société BRIOCHE PASQUIER, d'un Retrait Obligatoire portant sur la totalité des actions BRIOCHE PASQUIER non encore détenues par PASQUIER SA, qu'il considère comme étant conforme aux intérêts de BRIOCHE PASQUIER ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés.

Le Conseil a approuvé le prix offert par PASQUIER SA de 65 € par action dividende détaché.

Le Conseil d'administration a décidé en conséquence, de recommander aux actionnaires de BRIOCHE PASQUIER d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que ces actions seront transférées à la société PASQUIER SA dans le cadre du Retrait Obligatoire, si PASQUIER SA vient à détenir à l'issue de l'Offre plus de 95% du capital de la société BRIOCHE PASQUIER.

La décision énoncée ci-dessus a été adoptée à l'unanimité

### 1.3 Eléments d'appréciation de l'Offre et du Retrait Obligatoire

Le prix proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et pour l'indemnisation des actionnaires minoritaires dans le cadre du Retrait Obligatoire est de 65 € par action de la société BRIOCHE PASQUIER.

Les éléments d'appréciation du Prix ci-après ont été établis par Portzamparc Société de Bourse, établissement présentateur de l'Offre pour le compte de l'Initiateur.

#### 1.3.1 Présentation de la démarche retenue pour la réalisation de l'opération

Le nombre d'actions retenues pour cette évaluation est de 4.309.814 actions.

Portzamparc Société de Bourse a effectué son évaluation de la société BRIOCHE PASQUIER à partir des informations publiques propres à une société cotée (rapports annuels, publications au BALO), d'entretiens avec le management et, en matière d'informations prévisionnelles, à partir des éléments communiqués par l'initiateur de l'offre.

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 Portzamparc Société de Bourse et ne sauraient engager sa responsabilité s'ils n'étaient pas conformes à la réalité ou s'ils comportaient des omissions de nature à en altérer la portée.

#### 1.3.2 Méthodologie

##### 1- Méthodes retenues

Pour apprécier le prix offert par l'Initiateur, les méthodes suivantes ont été retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères :

- Appréciation par les cours de Bourse.
- Comparaison de multiples boursiers de sociétés comparables.
- Comparaison de multiples à l'OPR-RO Saveurs de France – Brossard.
- Comparaison de multiples de transactions - plus large
- Actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futures ("Discounted Cash Flows" ou "DCF").

##### 2- Méthodes écartées

Les méthodes suivantes n'ont pas été retenues pour l'appréciation du prix offert :

###### **- Actif Net Comptable et Actif Net Réévalué (ANR)**

Dans l'exercice actuel, il apparaît que l'Actif Net Comptable ne peut être retenu comme critère de référence dans la mesure où ce critère reflète une performance historique et non les perspectives de la société. Toutefois, selon les normes comptables IFRS, l'actif net comptable par action figurant au bilan, pourrait parfois constituer une vision « économique » de l'actif net réévalué dans la mesure où l'application des nouvelles règles comptables donne lieu à un certain nombre de réévaluations. Par exemple, dans le cas de Brioche Pasquier la révision de la durée des amortissements a conduit à une revalorisation des immobilisations corporelles de 42M€. Toutefois, la marque Brioche Pasquier reste valorisée dans le bilan à moins de 0,6M€ ce qui nous semble très inférieur à sa juste valeur et n'est donc pas favorable aux actionnaires minoritaires. A titre d'indication, la marque Brossard acquise par le groupe Saveurs de France-Brossard en avril 2001 a été réévaluée à 15M€. Nous ne retenons pas cette méthode, mais à titre d'indication, l'actif net comptable par action au 31 décembre 2005 s'élève à 26,8€.

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) est surtout pertinente dans le cas de holding diversifiées ou de sociétés détentrices de nombreux actifs – notamment immobiliers ou non utiles à l'exploitation – susceptibles de voir leur valeur historique inscrite au bilan très en-déça ou au-delà de leur valeur de réalisation économique immédiate. Cette méthode présente également un intérêt dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation. Ceci ne s'applique pas à Brioche Pasquier. Les actifs immobiliers de Brioche Pasquier seront évalués à travers des cash-flows qui sont susceptibles d'être générés par l'activité et pris en compte dans la méthode du DCF.

###### **- Actualisation des flux de dividendes futurs (Discounted Dividend Model ou DDM)**

Cette méthode repose sur les hypothèses retenues en matière de distribution des dividendes. L'actualisation des flux de trésorerie qui se rapproche de cette méthode sans avoir recours à une hypothèse de taux de distribution a été privilégiée.

### **3- Hypothèses retenues pour la valorisation**

- Les travaux reposent sur des états financiers consolidés audités, certifiés par les commissaires aux comptes et publiés par Brioche Pasquier au 31 décembre 2001, 2002, 2003, 2004 et 2005.

- Brioche Pasquier a communiqué à Portzamparc un plan d'affaires pour la période 2006-2009. Ce plan d'affaires avait été élaboré, préalablement au lancement de l'offre par le management de Brioche Pasquier sur la base des comptes historiques et des performances du premier trimestre 2006.

- Les travaux d'évaluation s'inscrivent dans le cadre du projet de l'offre et se placent donc dans une perspective de continuité d'exploitation.

- le nombre d'actions :

Il a été retenu comme référence le nombre d'actions au 31 décembre 2005 soit 4.309.814. A cette date, le groupe ne détient plus aucune action en propre. Le 18 décembre 2005, l'intégralité des titres auto-détenus (soit 149.353 titres) a été annulée et son montant soustrait des capitaux propres. Il n'existe aucun instrument dilutif.

- Dans la définition de la Valeur d'Entreprise, utilisée dans les ratios de VE/CA, de VE/EBE et de VE/REX nous retenons la somme de la capitalisation boursière au 2 juin 2006 (259M€) et de la dette nette publiée ou estimée au 31 décembre de l'année prise en compte pour le ratio.

- Les agrégats financiers utilisés sont définis ci-après :

Résultat d'exploitation ou EBITA : Résultat opérationnel courant

Excédent brut d'exploitation (EBE) ou EBITDA : EBITA + dotations aux amortissements&provisions.

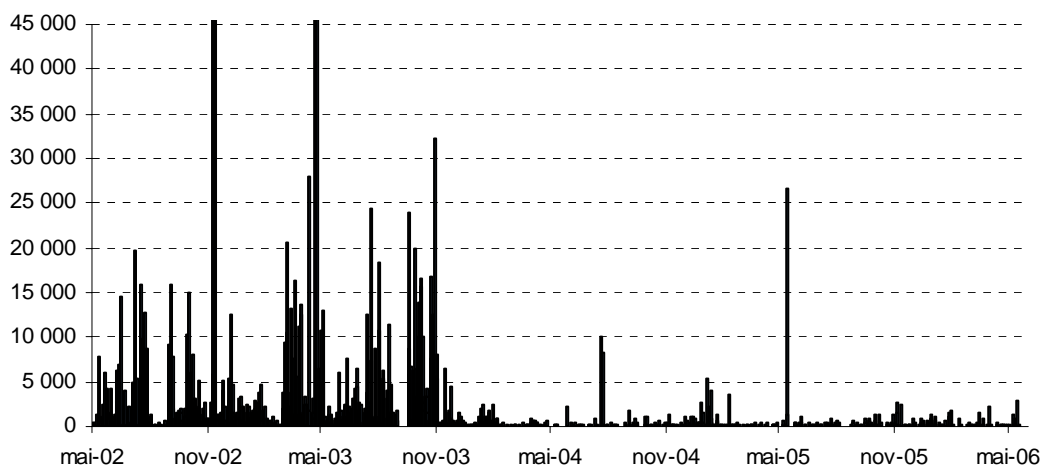
#### 1.3.3 Valorisation des actions Brioche Pasquier selon les méthodes retenues

### **1- Appréciation par les cours de Bourse.**

Cette méthode d'évaluation, très empirique, repose sur l'observation des cours moyens de Brioche Pasquier au cours d'une période récente pouvant aller jusqu'à 12 mois.

Les actions Brioche Pasquier sont cotées au compartiment B d'Eurolist d'Euronext Paris depuis juin 1985. L'analyse du cours de Bourse constitue une référence importante pour les actionnaires minoritaires. Sa portée est toutefois limitée dans la transaction étudiée, dans la mesure où la liquidité du titre est étroite (notamment depuis l'OPRA réalisé en novembre 2003) et la société peu suivie. Au regard des éléments ci-après (baisse drastique des volumes, absence de couverture par les analystes financiers), l'efficacité du marché depuis l'OPRA nous apparaît limitée.

Les volumes hebdomadaires de Brioche Pasquier depuis mai 2002 sont les suivants :



Source : JCF

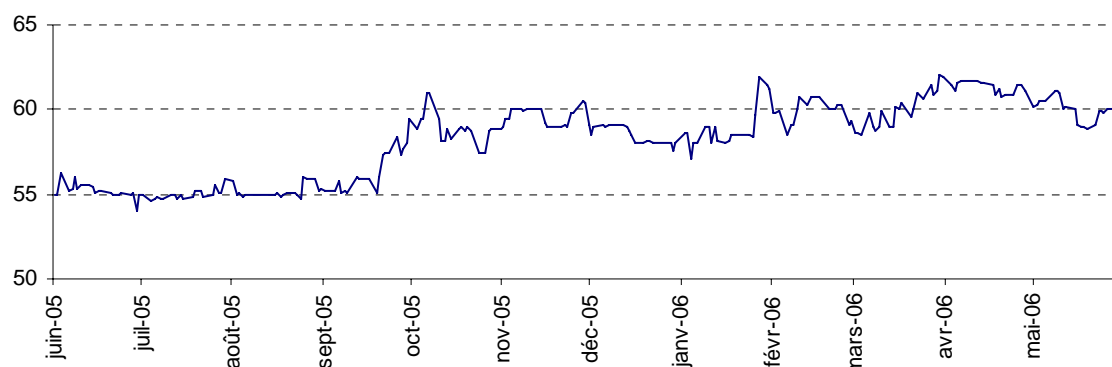
Etant donnée l'absence de couverture par les analystes, l'évolution du titre est à interpréter avec prudence. A notre connaissance, aucune analyse financière n'a été diffusée au cours des derniers mois.

Le nombre d'analystes suivant le titre a fortement diminué. Il est passé de 18 en 2001 à 2 en 2005.

Nombre d'analystes suivant le titre Brioche Pasquier	
2001	2005
Portzamparc	Portzamparc
IXIS Midcaps	IXIS Midcaps
Cheuvreux	
Oddo Securities	
CIC Securitites	
Fideuram Wargny	
BNP Parisbas	
Credt Lyonnais	
SG Securities	
Gilbert Dupont	
ING Financial Markets	
Tradition Mid&Small Caps	
HSBC Securities	
ABN Amro	
Ixis Securities	
Enskilda Research	
Pinatton	
KBC Securities	

Source : JCF

Sur les 12 derniers mois, le cours de Brioche Pasquier est passé de 55€ à 60€. L'évolution du titre a été la suivante :



Source JCF

Les cours moyens sur la période sont les suivants :

	Plus bas	plus haut	Cours pondérés par les volumes	Moyenne quotidienne des capitaux échangés
<b>Cours de clôture (07/06/2006) :</b>	<b>59,1 €</b>			
Sur 1 mois	58,8	61,0	60,1	262 €
Sur 3 mois	58,5	62,0	60,4	232 €
Sur 6 mois	57,1	62,0	59,5	301 €
Sur 12 mois	54,0	62,0	59,0	274 €

Cours moyen et performance calculés sur les cours pondérés par les volumes échangés  
Source JCF

## 2- Multiple de sociétés cotées comparables.

L'approche par les multiples boursiers consiste à valoriser Brioche Pasquier sur la base de ratios de valorisation observés sur un échantillon d'entreprises cotées comparables. Ces ratios de valorisation sont principalement la valeur d'entreprise (VE), le chiffre d'affaires (CA), l'excédent brut d'exploitation (EBITDA), les résultats d'exploitation (EBITA), ainsi que le rapport du cours/bénéfice par action (Price/earning ratio "PER) et du cours/cash flow par action.

La pertinence de la méthode des comparables boursiers est liée :

- à la nécessité de disposer d'un échantillon de sociétés véritablement similaires en termes d'activité, de présence géographique, de marges de croissance et d'intensité capitalistique,
- à la stabilité et la représentativité à long terme des performances opérationnelles de la cible, dans la mesure où cette méthode, à la différence du DCF, est construite sur un horizon relativement court.

*Définition des comparables :*

L'analyse détaillée des caractéristiques des différentes sociétés cotées du secteur dans lequel évolue Brioche Pasquier a conduit à la constitution de l'échantillon de sociétés françaises comparables suivant : Bonduelle, Fleury Michon, LDC, Tipiak.

- **Positionnement métier.** L'échantillon est constitué de sociétés intervenant sur le secteur de l'agroalimentaire avec les produits de grande consommation et des marques reconnues.

- **Critère d'environnement.** Sociétés évoluant dans l'environnement français contrôlé par la GMS (Grande et Moyenne Surface). Toutes sont touchées par les modifications récentes concernant l'application de la loi Dutreil qui redéfinit les relations commerciales entre les fournisseurs industriels et la Grande Distribution.

- **Critère de taille.** Les sociétés retenues affichent une capitalisation boursière évoluant entre 70M€ Tipiak et 550M€ LDC, avec une moyenne à 339M€ et une médiane à 366M€ (Brioche Pasquier 258M€).

- **Présence géographique.** Elles ont toutes un poids prépondérant en France (moyenne de l'échantillon : 90% du CA réalisé en France) et sont touchées par la morosité actuelle de la consommation.

- **Critère de marges comparables.** Elles affichent des marges très similaires. Les marges opérationnelles évoluent entre 4 et 6% et les marges nettes entre 2 et 3%.

- **Structure financière.** Seul Bonduelle est comparable à Brioche Pasquier sur ce critère. Le spécialiste des légumes affiche un ratio d'endettement net sur Fonds Propres de 86%, proche du ratio de Brioche Pasquier de 83%. Fleury Michon et LDC sont en situation de trésorerie nette positive.

**Bonduelle** est le leader européen des légumes préparés en conserve (48%CA), en surgelés (24%CA) et en frais (28%). Il réalise 40% du CA en France et 90% dans la zone Euro. Environ 80% du CA sont réalisés à travers la Grande Distribution et 65% sous sa propre marque. La capitalisation boursière ressort à 530M€ détenue à 53% par la famille fondatrice. Bonduelle possède 24 sites de production et emploie 5.800 personnes.

**Fleury Michon** est spécialiste des produits frais et se positionne sur le marché de la Charcuterie Libre-Service (55%CA) et le Traiteur *plats cuisinés et salades* (45%). Au total 98% du CA en France et 100% en Europe. Environ 92% du CA sont réalisés à travers la Grande Distribution et 69% avec sa marque. La capitalisation boursière ressort à 250M€, détenue à 60% par la famille fondatrice. Le groupe possède 7 sites de production et emploie 3.200 personnes.

**LDC** est leader sur le marché de la volaille fraîche entière et élaborée (90%CA) et intervient sur le marché du Traiteur Frais *pizza, sandwich et plats cuisinés* (10%). Il réalise 90% du CA en France et 100% dans la zone Euro. Environ 78% du CA sont réalisés à travers la Grande Distribution dont 12% avec le Hard Discount. La capitalisation boursière ressort à 550M€ détenue à 65% par les familles fondatrices. LDC possède 28 sites de production et emploie 10.200 personnes.

**Tipiak** est le spécialiste des produits Traiteur/Pâtisserie en frais et surgelé *pain surprises, feuilletés salés, mini-pâtisserie* (30%CA), de l'Épicerie sèche et Panification (36%CA) et des Plats Surgelés à base de fruits de mer (34%CA). Il réalise 92% du CA en France. Environ 60% du CA sont réalisés à travers la Grande Distribution et environ 50% sous sa propre marque. La capitalisation boursière ressort à 70M€ détenue à 71% par les familles fondatrices. Tipiak possède 7 sites de production et emploie 750 personnes.

*Calcul des multiples :*

Les multiples boursiers ressortant de l'échantillon retenu sont les suivants (sur la base des cours du 9 juin 2006) :

Multiples	VE/CA			VE/EBE			VE/REX		
	2005	2006e	2007p	2005	2006e	2007p	2005	2006e	2007p
Bonduelle	0,6 x	0,6 x	0,6 x	5,9 x	5,9 x	5,2 x	10,6 x	10,5 x	9,3 x
Fleury Michon	0,5 x	0,5 x	0,4 x	4,9 x	4,7 x	4,1 x	10,2 x	10,6 x	9,4 x
LDC	0,3 x	0,3 x	0,3 x	3,8 x	4,1 x	3,4 x	7,0 x	8,6 x	5,9 x
Tipiak	0,8 x	0,8 x	0,8 x	7,5 x	6,7 x	6,0 x	13,8 x	13,5 x	13,4 x
<b>Brioche Pasquier</b>	<b>0,8 x</b>	<b>0,8 x</b>	<b>0,8 x</b>	<b>7,5 x</b>	<b>6,7 x</b>	<b>6,0 x</b>	<b>17,3 x</b>	<b>13,4 x</b>	<b>12,3 x</b>
Moyenne de l'échantillon	0,6 x	0,6 x	0,5 x	5,5 x	5,3 x	4,7 x	10,4 x	10,8 x	9,5 x

Source : JCF, est. Portzamparc

...suite	PER			PCF		
	2005	2006e	2007p	2005	2006e	2007p
Bonduelle	13,4 x	12,4 x	11,1 x	5,7 x	5,5 x	5,0 x
Fleury Michon	14,5 x	17,5 x	15,3 x	5,4 x	5,6 x	5,2 x
LDC	13,0 x	15,5 x	12,8 x	6,3 x	6,8 x	5,8 x
Tipiak	16,4 x	16,0 x	15,0 x	8,7 x	8,5 x	7,5 x
<b>Brioche Pasquier</b>	<b>30,0 x</b>	<b>17,6 x</b>	<b>16,0 x</b>	<b>6,3 x</b>	<b>6,0 x</b>	<b>5,5 x</b>
Moyenne de l'échantillon	14,3 x	15,4 x	13,6 x	6,5 x	6,6 x	5,9 x

Source : JCF, est. Portzamparc

Résultat de la méthode :

La valorisation obtenue par application des multiples de LDC n'a finalement pas été retenue. L'impact de la grippe aviaire (baisse importante des volumes et des résultats attendus) a conduit la société à extérioriser des ratios inférieurs à la moyenne des trois autres sociétés de l'échantillon, notamment pour les ratios de VE et le PER.

Par ailleurs, les multiples de 2005 ont été écartés. L'exercice est le point bas du groupe et l'application des multiples moyens conduit à afficher des valorisations faibles de Brioche Pasquier.

Le calcul de valorisation a donc été effectué par l'application des multiples moyens VE/CA, VE/EBE, VE/REX, PER et PCF de l'échantillon de Bonduelle, Fleury Michon et Tipiak.

	VE/CA		VE/EBE		VE/REX		PER		PCF	
	06e	07p	06e	07p	06e	07p	06e	07p	06e	07p
Moyenne	0,6 x	0,6 x	5,8 x	5,1 x	11,5 x	10,7 x	15,3 x	13,8 x	6,5 x	5,9 x
Valorisation Brioche Pasquier par action	40,7 €	42,4 €	47,2 €	46,2 €	46,9 €	48,2 €	51,5 €	50,9 €	64,5 €	63,5 €
Moyenne	50,2 €									

L'approche des multiples boursiers conduit ainsi à une valeur moyenne de 50,2€ par action.

### 3- Référence à l'Offre Publique d'Achat de Saveurs de France - Brossard.

L'Offre Publique d'Achat de TESC sur la société Saveurs de France Brossard, cotée au Compartiment C d'Eurolist d'Euronext, apporte des points de repère en terme de valorisation. Le 19 décembre 2005 TESC a initié une OPA sur Saveurs de France – Brossard à un prix de 60€ par action. Au total, les actionnaires minoritaires (y compris le management) ont cédé à TESC 93% de leurs titres au prix de 60€ en les apportant à l'OPA ou en les vendant directement sur le marché au prix d'offre.

Ce taux élevé de succès montre que les actionnaires minoritaires ont, dans leur grande majorité, considéré que le prix d'offre de 60€ reflétait correctement la valeur. TESC procède actuellement à l'OPR-

RO au même prix d'offre de 60€. L'offre sera clôturée le 7 juin 2006, le RO est programmé et assuré pour le 8 juin 2006. Le succès de cette offre et l'activité comparable du groupe à celle de Brioche Pasquier nous mènent à intégrer cette comparaison dans notre évaluation.

**Saveurs de France – Brossard** est spécialiste de la pâtisserie industrielle à température ambiante (50%CA) et du Surgelé *pâtisserie, pizza, feuilletés* (~50%CA). Elle réalise 96% de son CA en France (100% dans le zone Euro) et plus de 80% du CA à travers la GMS. Les produits à marque représentent 78% du CA. La capitalisation boursière ressort à 106M€ détenue à 33% par le fondateur jusqu'en décembre 2005 avant que le dirigeant lance une OPA sur le titre. Le groupe possède 4 sites de production et emploie 695 personnes. Les marges sont supérieures à celles de notre échantillon soit une marge opérationnelle de 6,7% (vs 5,6% la moyenne de notre échantillon). Le groupe affiche un gearing de 37% fin 2005.

*Calcul de multiples :*

La valeur d'entreprise de Saveurs de France - Brossard est calculée par la somme de sa capitalisation boursière et de la dette nette.

Les multiples boursiers de l'OPA et de l'OPRA-RO au prix de 60€ sont les suivants :

	VE/REX			VE/EBE			PER		
	2005	2006 <sup>e</sup>	2007 <sup>p</sup>	2 005	2006 <sup>e</sup>	2007 <sup>p</sup>	2 005	2006 <sup>e</sup>	2007 <sup>p</sup>
Multiples de l'offre Saveurs de France - Brossard	13,80 x	12,00 x	11,10 x	9,60 x	8,30 x	7,80 x	16,60 x	15,40 x	16,00 x
Valorisation Brioche Pasquier par action	40,4 €	49,9 €	50,8 €	77,9 €	80,6 €	83,9 €	31,2 €	51,8 €	59,0 €
<b>Moyenne</b>	<b>58,4 €</b>								

**Source : Note du 22 mai 2006 pour l'OPR-RO de Saveurs de France-Brossard**

*Résultat de la méthode :*

Nous avons intégré les ratios 2005 car ils valorisent les sociétés sur des chiffres véritablement réalisés et non pas seulement sur des prévisions. Notre raisonnement, pour ne pas les intégrer dans la comparaison boursière, n'est plus valable dans ce cas. Saveurs de France – Brossard, aussi bien que Brioche, a affiché un exercice 2005 particulièrement difficile (baisse de rentabilité significatives). Ceci permet une comparaison cohérente.

Rappelons les variations en 2005 des ratios :

EBE/CA : -3,9 points pour Brioche Pasquier / -4,4 points pour Brossard

REX/CA : -3,9 points pour Brioche Pasquier / -4,6 points pour Brossard.

L'approche par référence aux multiples de l'OPA et de l'OPR-RO de Saveurs de France – Brossard conduit à une valeur de 58,4€ par action.

#### **4- Référence aux multiples de transactions récentes**

Cette méthode consiste à déterminer les multiples implicites moyens constatés lors de transactions majoritaires réalisées dans le secteur dans lequel évolue Brioche Pasquier et à les appliquer aux principaux agrégats financiers du groupe.

L'échantillon retenu est composé de transactions majoritaires ayant eu lieu dans le secteur de la Biscuiterie, Boulangerie et Pâtisserie entre 2003 et 2006.

Cible	Pays	Activité
Semper	Suède	Spécialisée dans les aliments pour bébés. Acquis par Hero, fabricant d'aliment pour bébés et de barres de céréales.
Monviso	Italie	Fabricant de spécialités boulangères.
Rathbones Bakeries	UK	Fabricant de pain et de produits associés.
CSM	Pays-Bas	Spécialiste des approvisionnements des boulangeries (fournitures et ingrédients).
Conditorei Coppenrath & Wiese	Allmagne	Fabricant de pâtisserie diététique et de produits de boulangerie surgelés
Groupe Hubert	France	Distributeur français de produits destinés aux boulangers/pâtisseries et aux professionnels de la restauration.
Groupe Cottes	France	Leader français en pain traditionnel surgelé.
Cirio Finanziaria	Italie	Boulangerie industrielle.
Jacob's Bakery + Irish Biscuits	UK	Division biscuit de Danone en Angleterre et en Irlande (bonbons, biscuits, snacks).
Back & Friends	Allemagne	Distributeur de produits surgelés destinés aux boulangeries.
Vassan & Vaasan Oy	Finlande	Boulangerie industrielle.
Hiestand	Suisse	Fabricant de pâtisseries surgelées industrielles.
KelsenBisca	Denmark	Boulangerie industrielle - fabricant de biscuits et de cookies.

Source : Portzamparc

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% Aquis	VE	VE/EBE	VE/REX
févr-06	<b>Semper AB</b>	Suède	Hero AG	100%	105	-	-
juil-05	<b>Monviso SpA</b>	Italie	3i SGR SpA	75%	33	7,8 x	15,8 x
avr-05	<b>Rathbones Bakeries Ltd</b> (certaines des boulangeries et des actifs liés ont été cédés)	UK	WM Morrisson Supermarkets plc	100%	23	-	-
mars-05	<b>CSM NV</b> (divison da la confiserie du sucre)	Pays-Bas	Leaf (IBO)	100%	850	-	12,3 x
févr-05	<b>Conditorei Coppenrath &amp; Wiese</b>	Allmagne	Aloys Coppenrath	50%	310	-	-
déc-04	<b>Groupe Hubert</b>	France	IAWS Groupe Plc	100%	130	-	12,3 x
nov-04	<b>Groupe Cottes</b>	France	Vandemoortele International NV	100%	62	7,1 x	10,3 x
août-04	<b>Cirio Finanziaria</b>	Italie	Investor Groupe - (famille Tognetti)	100%	13	-	-
juil-04	<b>Jacob's Bakery Ltd + Irish Biscuits Ltd</b>	UK	United Biscuits (Holdings) plc	100%	308	8,1 x	9,4 x
févr-04	<b>Back &amp; Friends GmbH</b>	Allemagne	A Hiestand Holding AG	100%	12	-	-
janv-04	<b>Vassan &amp; Vaasan Oy</b>	Finlande	CapVest Equity Partners LP (IBO)	100%	249	-	15,3 x
juil-03	<b>Hiestand</b>	Suisse	IAWS	22%	118	4,2 x	6,3 x
juin-03	<b>KelsenBisca A/S</b>	Denmarke	Lonmodtagernes Dyrtdisfond	20%	496	6,3 x	6,9 x
<b>Moyenne</b>						<b>6,7 x</b>	<b>11,1 x</b>

Source : BNP Paribas, note mai 2006 de l'OPR RO Saveurs de France-Brossard

Les informations publiques n'ont pas permis de déterminer l'ensemble des multiples extériorisés par ces transactions. Nous retenons les multiples VE/EBE et VE/REX, appliqués aux agrégats 2006 de Brioche Pasquier.

Transactions comparables	VE/EBE	VE/REX
Multiples moyens	6,7 x	11,1 x
Valorisation Brioche Pasquier par action	59,6 €	43,9 €
<b>Moyenne</b>	<b>51,7 €</b>	

L'approche des multiples de transactions conduit à une valeur moyenne de 51,7€ par action.

## 5- Evaluation par actualisation des flux futurs de trésorerie.

Cette méthode considère la valorisation d'une entreprise par la somme des cash flow d'exploitation, après financement des investissements et de la croissance (besoin en fonds de roulement), sur une période définie. A l'issue de cette période, une valeur terminale est définie par l'actualisation du dernier flux à l'infini. Chacun des flux est actualisé à un taux équivalent au coût moyen pondéré du capital. La somme des flux obtenue correspond à la valeur d'entreprise à laquelle il convient d'ajouter la valeur actuelle des actifs financiers et de retirer la dette nette et les intérêts minoritaires afin de déterminer la valorisation de l'entreprise.

Pour l'exercice 2006-2010, nous nous sommes basés sur les projections de la société et la connaissance du dossier acquise durant les 8 années de suivie en analyse financière. Ces prévisions nous semblent en accord avec la situation du groupe et ses perspectives.

En 2006, le groupe table sur un CA de 460M€ en croissance de +14,6% (intégration de Symphonie), soit +1,8% à périmètre comparable. La division Viennoiserie devrait retrouver une croissance en volume et bénéficie des promotions de la grande distribution liées à la circulaire Dutreil II. La marge brute devrait être toutefois pénalisée par la pression persistante sur les prix de vente et la montée en puissance du poids des MDD et du Hard Discount dans le CA global. L'amélioration estimée de la marge opérationnelle à 6,1%, vs 4,9% en 2005, nous semble néanmoins réaliste. En 2005, les impacts négatifs ont été nombreux (perte de la filiale italienne, de la société Picard, baisse importante de l'activité Viennoiserie). Entre temps, l'activité italienne a été vendue, Picard a été restructurée et l'activité Viennoiserie retrouve une croissance (+3,7%) depuis le début d'année. Les charges de structure devraient se réduire, notamment les postes autres achats et charges externes et les frais de personnel, ce même si les tensions salariales restent vives. Ceux-ci, conjugués à une croissance de l'activité à périmètre comparable, devraient permettre de compenser la nouvelle hausse des amortissements de +2,9M€.

2007-2010 : Le groupe prévoit une croissance moyenne de +3,9% des ventes sur la période. Le potentiel de la marge opérationnelle reste limité et devrait être impacté par la réorganisation du pôle panification sèche prévue fin 2006-2008. Le groupe souhaite regrouper les capacités de production dans une usine neuve. La fermeture d'un des sites actuels n'est pas exclue.

Par ailleurs, l'effet mix produits devrait rester défavorable avec des pressions toujours présentes sur les produits à marque. A ce titre, la stabilité de la marge opérationnelle Viennoiserie sur la période (9,1%) constituera selon nous un challenge à relever pour le groupe. En revanche l'impact positif de la restructuration de pôle panification (marge opérationnelle Panification sèche 4% vs 2% estimé en 2006) et l'amélioration des filiales à l'international devraient contribuer à l'amélioration de la marge opérationnelle sur la période : 7,1% en 2010 (+1 point vs 2006).

Le niveau d'investissement industriel 2006-2010 correspond au maintien en l'état de l'outil de production et de la construction de lignes associées aux nouveaux sites de Pâtisserie et de Panification. Par ailleurs, nous avons intégré le décaissement lié à l'acquisition de Symphonie en 2006.

Le BFR évolue en fonction du business plan réalisé par le groupe avec une variation de BFR nulle en fin de période.

L'actualisation des flux repose sur un CMPC (coût moyen pondéré du capital) de 7,14%. Il se décompose de la façon suivante : taux sans risque de 4,07% ; un coefficient de bêta endetté de 0,79 (calculé à partir de la prime de risque d'un échantillon de valeurs moyennes agroalimentaires issu de la base Jacques Chahine Finance. Cette prime permet de calculer le bêta endetté du secteur, soit 0,77. L'application des calculs, désendettement du bêta secteur 33% et ré endettement du bêta afin de prendre en compte le gearing Brioche Pasquier 39%, conduit au bêta endetté de Brioche Pasquier de 0,79) ; une prime de risque du marché action de 6,15% (La compagnie 1818-Banquiers privés - Journal des Finances) et une prime complémentaire de 0,15%, justifiée par la visibilité réduite eu égard aux changements réglementaires dans la grande distribution avec l'application de la circulaire Dutreil II et l'environnement baissier des prix sur les produits à marque concernant l'activité Viennoiserie. Le coût de la dette après impôt ressort à 2,07%.

La valeur terminale est obtenue par la croissance à l'infini du dernier flux au taux de 1,0%. Ce taux est justifié par la maturité des trois marchés sur lesquels se positionne Brioche Pasquier. A titre d'information, l'estimation de la valeur terminale par la méthode alternative de multiple de sortie (11,1x l'ebit, multiple moyen constaté sur huit opérations du secteur agro alimentaire, cf tableau p11) fait ressortir un prix de 59,6€, soit un niveau proche de celui obtenu par la méthode de la croissance à l'infini. La prime de contrôle enregistrée sur la majorité de ces transactions peut être assimilée à la prime de sortie offerte aux minoritaires dans le cadre de cette opération d'OPRO.

Nous retenons une dette financière nette à fin 2005 de 99,2M€ (dette financière nette de Brioche Pasquier (96,3M€) plus l'impact de l'entrée de Symphonie au périmètre du groupe pour 2,8M€) ainsi que la valeur actuelle des actifs financiers (3,6M€) pour déterminer la valeur actuelle des fonds propres du groupe.

L'actualisation des flux a été réalisée au 31 mars 2006

Les hypothèses du business plan retenues impliquent un processus de création de valeur pour l'actionnaire. La rentabilité sur l'Actif Economique (ROACE) ressort supérieur au CMPC sur l'ensemble de la période avec un pic en fin de période ROACE 2010 à 10,4% vs CMPC 7,14%.

Actualisation des Free Cash Flow	2006e	2007p	2008p	2009p	2010p
Année	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75
CA	460,0	478,3	497,2	516,6	536,7
variation n/n-1	14,6%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%
Résultat d'exploitation	28,1	30,0	31,3	36,5	38,1
en % du CA	6,1%	6,3%	6,3%	7,1%	7,1%
Taux d'imposition courant	37,0%	36,5%	35,0%	33,8%	33,8%
Rex après impôts	17,7	19,1	20,3	24,2	25,2
+ Amortissements&Provisions	28,5	31,0	32,2	33,0	29,3
	6,2%	6,5%	6,5%	6,4%	5,5%
- Investissements nets	-64,1	-35,2	-33,2	-25,2	-29,0
- var BFR	-1,4	-0,3	-0,4	-0,4	+0,0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(19,3)</b>	<b>14,5</b>	<b>19,0</b>	<b>31,6</b>	<b>25,5</b>
Taux d'actualisation	7,14%				
Free Cash Flow actualisés	-18,3	12,9	15,7	24,4	18,4
Somme des FCF actualisés	53,0				
+ Valeur terminale actualisée	297,6				
- Endettement net	99,2				
+ Actifs financiers	3,6				
Valorisation (M€)	255,1				
<b>Valeur par action (€)</b>	<b>59,2 €</b>				

Au final, la valeur des fonds propres part du groupe ressort à 59,2€ par action.

La sensibilité de la valorisation au CPMC et la croissance à l'infini est la suivante :

Tableau de sensibilité (valorisation en €/ action)		Taux d'actualisation (CMPC)					
		6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%
croissance à l'infini	0,5%	62,9	55,5	49,2	43,7	39,0	34,8
	1,0%	69,8	61,3	54,1	47,9	42,5	37,8
	1,5%	78,2	68,1	59,7	52,7	46,6	41,3

### 1.3.4 Synthèse générale

Le tableau ci-dessous récapitule les valeurs obtenues par les différentes méthodes de valorisation utilisées.

Critères d'évaluation	Valeur obtenue par action (€)	
	moyenne	Prime offerte par le prix d'offre
1- Cours de bourse de l'action Brioche Pasquier, dernier cours coté	<b>59,1 €</b>	<b>+10,0%</b>
moyenne 1 mois	60,1	+8,2%
moyenne 3 mois	60,4	+7,5%
moyenne 6 mois	59,5	+9,3%
moyenne 12 mois	59,0	+10,2%
Plus haut 1 an	62,0	+4,8%
Plus bas 1 an	54,0	+20,3%
2- Multiples boursiers de sociétés comparables	<b>50,2 €</b>	<b>+29,5%</b>
VE/CA	41,6	+56,3%
VE/EBE	46,7	+39,2%
VE/REX	47,5	+36,8%
PER	51,2	+27,0%
PCF	64,0	+1,6%
3- Multiples de l'offre Public d'Achat et de l'OPR-RO réussies sur le titre Brossard Saveurs de France	<b>58,4 €</b>	<b>+11,3%</b>
4- Multiples de transactions sur le secteur	<b>51,7 €</b>	<b>+25,6%</b>
5- Actualisation des flux de trésorerie (DCF)	<b>59,2 €</b>	<b>+9,8%</b>
<b>Moyenne des cinq méthodes de valorisation</b>	<b>55,7 €</b>	<b>+16,6%</b>

Par ailleurs, sur les comptes publiés de l'exercice 2005 et sur la base des prévisions établies par le groupe pour 2006, le prix d'offre de 65,0€ par action fait ressortir les multiples suivants :

	2005	2006 <sup>e</sup>
VE/CA	0,8 x	0,9 x
VE/EBE	7,5 x	7,1 x
VE/REX	17,3 x	14,3 x
PER	30,0 x	19,3 x
PCF	6,3 x	6,6 x
P/AN	2,1 x	2,2 x

Nantes, le 7 juillet 2006

### 1.4 Rapport de l'expert indépendant (article 237-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers)

Dans le cadre de l'Offre Publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par la société PASQUIER SA sur les actions de la société BRIOCHE PASQUIER, Eric BOURON a été chargé en qualité d'expert indépendant agréé par l'autorité des marchés financiers, de prendre connaissance du rapport d'évaluation réalisé par la société de bourse PORTZAMPARC, ci-après l'évaluateur, et de se prononcer sur le caractère équitable du prix proposé pour l'indemnisation des actionnaires minoritaires, soit 60,70 € par action.

La présente offre porte sur 260 151 actions représentant 6,04 % du capital de la société et 3,79 % des droits de vote .

Notre mission a consisté à :

- Prendre connaissance de l'activité de la société, analyser ses performances et examiner les données financières et opérationnelles disponibles ;
- Analyser le contexte de l'offre ;
- Examiner le rapport d'évaluation établi par la société de bourse PORTZAMPARC ;
- Vérifier le bien fondé des méthodes retenues et la cohérence de leur mise en œuvre ;
- Apprécier sur ces bases, le caractère équitable du prix proposé ;

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance des documents et informations qui nous ont été transmis par la société BRIOCHE PASQUIER et par la société de Bourse PORTZAMPARC , notamment les comptes sociaux et consolidés de la société pour les deux derniers exercices clos ( 31 décembre 2004 et 31 décembre 2005 ) certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes, le budget prévisionnel de la société pour la période 2006- 2009, la note d'information concernant l'offre publique de rachat d'action en date du 19 septembre 2003 portant sur les actions de la société BRIOCHE PASQUIER incluant l'attestation d'équité du cabinet Dome Close Brothers Fairness .

Nous n'avons pas procédé à un audit ni à un examen limité des documents à caractère financier qui nous ont été communiqués . Nous avons essentiellement travaillé par revue analytique et par entretien afin de nous assurer de la cohérence globale de l'ensemble des documents communiqués.

La direction de BRIOCHE PASQUIER nous a confirmé que, depuis la dernière clôture des comptes au 31 décembre 2005, il n'est intervenu aucun événement ou fait majeur, à l'exception de l'opération de croissance externe sur la société SYMPHONIE acquise en janvier 2006 et de la cession de la filiale italienne BRESCIA en février 2006 , de nature à affecter de manière significative l'évaluation du patrimoine ou sa consistance .

## **I . CONTEXTE GENERAL DE L'OFFRE**

### *1.1 Présentation de la société BRIOCHE PASQUIER*

La société BRIOCHE PASQUIER , société anonyme au capital de 8,62 M € a pour activité la fabrication et la commercialisation de viennoiserie, de pâtisserie et de produits de panification ( biscotte, pain grillé, pain braisé ...) . La société BRIOCHE PASQUIER est cotée depuis le 18 juin 1985 sur le marché au compartiment B d'Eurolist d'Euronext Paris .

Elle est présente en France où elle réalise 86 % de son Chiffre d'affaires, le reste du chiffre d'affaires étant principalement réalisé en Espagne ( 8 % ) et de manière moins significative en Belgique et en Allemagne .

En 2005 , le chiffre d'affaires consolidé s'établit à 401 M€ . Il est en croissance de 6,6 % par rapport à l'exercice précédent mais le résultat opérationnel ( EBIT ) et le résultat net consolidé ont significativement chuté ( de l'ordre de 50 % ) du fait de la mauvaise tenue du marché de la viennoiserie et des provisions constituées sur la filiale italienne BRESCIA .

La société a procédé récemment à trois opérations de croissance externe : les deux premières en 2005 avec les sociétés SOPAFI et PICARD (panification-biscotte) et la troisième SYMPHONIE (pâtisserie ) en 2006 .

### *1.2 contexte de l'opération*

Le groupe PASQUIER assure par autofinancement et financement bancaire son développement national et international et a exclu tout recours au marché boursier à moyen terme .

les constats suivants peuvent être faits :

- Une absence de toute levée de fonds depuis 1992
- Un flottant très faible
- En parallèle une offre public de rachat des actions BRIOCHE PASQUIER proposée par PASQUIER SA fin 2003 sur 1 700 000 titres qui a conduit à l'acquisition de 1 631 823 actions

D'autre part , la famille souhaite plus que jamais rester aux commandes .

Compte tenu de l'ensemble de ces constats, la société a souhaité proposer une liquidité à ses actionnaires minoritaires et un retrait définitif de la côte . Elle a donc déposé la présente offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur la totalité des actions BRIOCHE PASQUIER qu'elle ne détient pas , au prix de 60,70 € par action BRIOCHE PASQUIER .

## **II. ANALYSE DU RAPPORT D'EVALUATION**

Le prix d'une offre s'analyse en fonction d'un ensemble de valeurs déterminées par le biais d'une approche multicritère ;

L'évaluateur , la société de bourse PORTZAMPARC, a écarté les méthodes suivantes :

- Actif Net Comptable
- Actif Net Réévalué ( ANR )
- Actualisation des flux de dividendes futurs ( Discounted Dividend Model ou DDM )

et retenu les approches suivantes :

- Appréciation par les cours de bourse
- Comparaison de multiples boursiers de sociétés comparables
- Comparaison de multiples à l'OPR-RO Saveurs de France-Brossard
- Comparaison de multiples de transactions
- Actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futures ( Discounted Cash Flow ou DCF )

Nous examinerons successivement les trois méthodes écartées , puis les cinq méthodes retenues par l'Evaluateur

### 2.1 Méthodes écartées par l'Evaluateur :

#### **Actif Net Comptable :**

Dans le cadre de la présente opération , cette méthode a été écartée car elle ne permet pas de refléter la valeur économique de la société ; Cette méthode est fondée sur une valeur historique très éloignée des valeurs réelles , elle ne prend pas en compte les perspectives de développement et de résultat de la société et sa capacité à créer de la valeur .

A titre d'information, cette méthode conduit à une valorisation des capitaux propres consolidés ( part groupe ) de 26,82 € par action au 31 décembre 2005 .

Il nous apparaît donc pertinent d'écarter cette méthode

#### **Actif Net Réévalué ( ANR ) :**

Cette méthode , comme l'indique l'Evaluateur , est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holding ou de sociétés détenant de nombreux actifs notamment immobiliers . Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative .

Elle est en conséquence fort peu adaptée à l'évaluation de la société BRIOCHE PASQUIER dont la direction entend poursuivre l'exploitation .

Il nous apparaît donc pertinent , là aussi , d'écarter cette méthode .

#### **Actualisation des flux de dividendes futurs ( Discounted Dividend Model ou DDM ) :**

Compte tenue de la politique de distribution de dividendes de la société et de la prise en compte de la méthode DCF pour l'évaluation de BRIOCHE PASQUIER ( méthode approachante ) c'est à juste titre que l'Evaluateur a écarté cette méthode .

## 2.2 Méthodes retenues par l'Évaluateur :

### **Appréciation par les cours de bourse**

La société est cotée depuis le 18 juin 1985 au compartiment B d'Eurolist d'Euronext Paris .

L'analyse des cours de bourse a été réalisée depuis mai 2002 . Il ressort de ces analyses les constats suivants :

- Les transactions sur le titre BRIOCHE PASQUIER sont occasionnelles et portent sur un nombre limité de titres , notamment depuis l'OPRA réalisée en novembre 2003 ;
- Le cours de bourse est relativement stable et s'inscrit sur les douze derniers mois dans une fourchette comprise entre 55 euros et 60 euros avec un cours moyen situé à 58 € ;
- Ce cours de bourse , compte tenu des performances récentes de la société ( résultat 2005 en forte baisse par rapport à 2004 ) et des difficultés qu'elle rencontre sur son secteur traditionnel ( viennoiserie ) , ne semble pas avoir totalement intégré la décote attendue . Il est à noter que le cours est relativement stable depuis le début de l'année 2006 ;

En conséquence , ce critère doit être retenu avec précaution au vu de la taille du flottant et de la rareté des transactions constatées , notamment depuis novembre 2003 . En outre , pour les raisons évoquées plus haut , il nous apparaît que le cours actuel est assez optimiste .

### **Comparaison de multiples boursiers de sociétés comparables**

L'évaluateur a présenté un échantillon de quatre sociétés françaises cotées : Bonduelle , Fleury Michon , LDC et Tipiak ; cette même approche avec les mêmes sociétés avait été retenue lors de l'OPRA de 2003 .

L'évaluateur a déterminé un échantillon plus significatif en excluant la société LDC pour la raison principale suivante :

- Les multiples boursiers constatés mettent en évidence , sur cette société , le fort impact de la grippe aviaire. Cet impact conduit à la constatation de multiples boursiers très en deçà des sociétés du même secteur

Par ailleurs , dans son analyse , l'évaluateur a écarté l'application à BRIOCHE PASQUIER , pour son exercice 2005 , des multiples sectoriels constatés dans la mesure où cet exercice semble, d'après le business plan proposé, le point bas de la société en terme de performance.

Les calculs effectués donnent, sur les perspectives 2006 et 2007, des fourchettes de valorisation oscillant , suivant les rapports retenus , entre 41 € et 64 € par action soit une moyenne pondérée de 50,20 € .

Nous considérons que , dans la mesure où l'analyse a écarté de l'échantillon la structure dont les comparables matérialisent une problématique spécifique ( LDC – Grippe aviaire ) et une performance en bas de cycle ( année 2005 pour BRIOCHE PASQUIER ) , l'approche est pertinente .

Outre les structures retenues par l'évaluateur , nous avons complété l'analyse avec le groupe BONGRAIN (producteur de spécialités fromagère à marque : caprice des dieux , Bresse bleu , coeur de lion...) , dont les caractéristiques rejoignent celles de la sélection retenue, et nous avons identifié comme critère d'évaluation pertinent disponible le multiple d'EBITDA, ce qui donne l'analyse suivante :

Sociétés de l'échantillon	EBITDA 2005	EBITDA 2006
Bonduelle	7,12	6,72
Bongrain	6,11	6,36
Fleury Michon	4,61	5,42
Tipiak	8,72	8,37
moyenne	7,7	7,9
<b>Valorisation Brioche Pasquier</b>	<b>51,86 €</b>	<b>51,30 €</b>

Sur ces bases , nous aboutissons à une valeur moyenne de 51,58 € légèrement supérieure à celle de l'évaluateur .

### **Comparaison de multiples à l'OPR-RO Saveurs de France-Brossard**

Dans son rapport, l'évaluateur fait référence à l'Offre publique d'achat de Saveurs de France–Brossard en date du 19 décembre 2005 .

Cette référence est justifiée dans la mesure où les deux sociétés présentent des similitudes en terme d'activité ( produits à marque , fortement implanté en France et réalisant une partie significative de leur activité avec la GMS ) .

Il convient de noter que les multiples retenus , dans l'offre effectuée sur Saveurs de France –Brossard, sont sensiblement supérieurs à la moyenne des multiples constatés sur des sociétés cotées comparables .

L'évaluateur a retenu les critères VE/REX et PER , utilisés dans le cadre de cette offre publique, pour les appliquer à BRIOCHE PASQUIER sur les périodes 2006 et 2007. La valorisation ainsi déterminée oscille entre 48 € par action et 60 € avec une moyenne à 52,30 €.

Cette opération constitue, à notre avis , une référence de marché récente qui permet de conforter le prix proposé dans le cadre de la présente offre .

### **Comparaison de multiples de transactions**

L'approche par les multiples de transactions comparables consiste à valoriser une société sur la base de ratios de valorisation observés sur un échantillon de transactions comparables récentes et significatives dans le même secteur d'activité .

L'évaluateur a identifié 13 transactions comparables dans le secteur agroalimentaire ( période juillet 2003 – février 2006 ) pour des valeurs d'entreprise oscillant entre 13 M€ et 850 M€ et retient les critères qui ont prévalu dans le cadre de l'OPR-RO saveurs de France-Brossard .

Sur cette base les moyennes de VE/EBE et de VE/REX donnent une valorisation moyenne de 51,70 € .

Nous avons retenu un échantillon plus court pour exclure les opérations pour lesquelles les données EBITDA et EBIT sont absentes et nous l'avons complété de l'opération réalisée en 2004 sur la société Maître Fournil qui nous est apparue pertinente . Cette analyse donne les résultats suivants

Sociétés de l'échantillon	multiple	multiple
	EBITDA	EBIT
Monviso SpA - Italie - 2005	7,8	15,8
Groupe Cottet – France - 2004	7,1	10,3
Jacob's Bakery Ltd – UK - 2004	8,1	9,4
Hiestand – Suisse - 2003	4,2	6,3
KelsenBisca A/S – Danemark - 2003	6,3	6,9
Maitre Fournil – France - 2004	6,7	12
moyenne	6,7	10,11
<b>Valorisation Brioche Pasquier</b>	<b>60 €</b>	<b>40 €</b>

Notre moyenne ressort à : 50 € contre 51,70 € pour l'évaluateur

### **Actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futures ( Discounted Cash Flow- DCF)**

L'évaluateur a utilisé le plan d'affaire 2006-2009 établi par l'investisseur et prolongé jusqu'en 2015 pour les besoins de l'évaluation .

Les principales caractéristiques de cette approche sont :

- La prise en compte à 100 % du Chiffre d'affaires PICARD ( acquise courant 2005 ) et SYMPHONIE ( acquise début 2006 ) soit un CA de l'ordre de 47 M € ;
- Une croissance organique moyenne du CA de l'ordre de 3,7 % à 4 % par an ;
- Une amélioration constante de la marge liée notamment à l'évolution du mix-produit ;
- Un niveau d'investissement stable sur la période 2006-2008 et en légère décline à partir de 2009 ;

En outre l'évaluateur a retenu les critères d'actualisation suivants :

- Un taux d'actualisation de : 8,50 % incluant :
  - un taux sans risque de 3,98 %
  - une prime de risque du marché action de : 6,26 %
  - un coefficient bêta de : 0,9
  - une prime de risque spécifique de liquidité de : 1,5 %
- Un taux de croissance nominal à l'infini de : 1 % , correspondant à un marché mature

En fonction de ces éléments, l'évaluateur obtient une valeur de l'action BRIOCHE PASQUIER de 51,80 €

Nous avons examiné les prévisions établies par BRIOCHE PASQUIER , en vue d'apprécier les perspectives d'activité. Nous les avons comparées aux données historiques et analysées par des entretiens avec la direction pour juger de la pertinence des projections calculées . Elles nous ont semblées raisonnables et cohérentes avec les données du marché et la stratégie menée par la direction. Elles traduisent une relative prudence , notamment sur l'évolution des marges à moyen terme .

Concernant le taux d'actualisation , il nous semble valable notamment au regard du coefficient bêta de 0,9 , conforme à celui du secteur , et de la prime de risque spécifique de liquidité tout à fait justifiée .

Nous avons, par ailleurs , validé la sensibilité de la valorisation au CMPC et à la croissance à l'infini , calculé par l'évaluateur .

Nous considérons que la valorisation calculée de 51,80 € , au regard de cette méthode particulièrement pertinente , peut être valablement retenue .

### **III CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX ENVISAGE POUR L'ACTION BRIOCHE PASQUIER**

#### 3.1 Synthèse des méthodes retenues

Le tableau ci-après récapitule les valeurs du titre BRIOCHE PASQUIER obtenues par l'évaluateur et par nous-mêmes à l'aide des méthodes retenues :

Méthodes d'évaluation	Evalueur Portzamparc		Expert indépendant	
	Valeur moyenne	prime	Valeur moyenne	prime
<b>Cours de bourse</b>				
Dernier cours coté	59,1 €	2,7 %	59,1 €	2,7 %
Moyenne 1 mois	60,0 €	1,2 %	60,0 €	1,2 %
Moyenne 3 mois	60,4 €	0,5 %	60,4 €	0,5 %
Moyenne 6 mois	59,8 €	1,6 %	59,8 €	1,6 %
Moyenne 12 mois	59,8 €	1,6 %	59,8 €	1,6 %
Plus haut 1 an	62,0 €	-2,2 %	62,0 €	-2,2 %
Plus bas 1 an	54,0 €	12,3 %	54,0 €	12,3 %
<b>Multiples boursiers</b>	50,2 €	20,9 %	51,58 €	17,7 %
<b>Multiple OPR-RO Saveurs de France</b>	52,3 €	16,0 %	52,3 €	16,0 %
<b>Multiple transactions comparables</b>	51,7 €	17,3 %	50,0 €	21,4 %
<b>Actualisation des flux de trésorerie disponible</b>	51,8 €	17,2 %	51,8 €	17,2 %
<b>Moyenne des méthodes</b>	<b>53,0 €</b>	<b>14,5 %</b>	<b>52,9 €</b>	<b>14,7 %</b>

#### 3.2 Conclusions

Les travaux que nous avons menés confortent globalement les fourchettes d'évaluation de l'évaluateur .

En conséquence , nous sommes d'avis que le prix de 60,70 € par action, proposé par la société initiatrice de l'offre , PASQUIER SA , dans le cadre de la procédure envisagée d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire , semble équitable .

Fait à Nantes , le 15 juin 2006

Eric BOURON  
Commissaire aux comptes  
BOURON AUDIT CONSEIL

### **1.5 Rapport complémentaire de l'expert indépendant (article 237-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers)**

Dans le cadre de l'offre public de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions de la société BRIOCHE PASQUIER SA initié par la société PASQUIER SA, nous avons été désigné en qualité d'expert indépendant à l'effet d'apprécier le caractère équitable du prix de 65 € par action proposé par la société initiatrice de l'offre, PASQUIER SA .

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers le 16 juin 2006 par la société de Bourse PORTZAMPARC. Dans ce cadre, nous avons délivré, en date du 15 juin 2006, une attestation concluant au caractère équitable du prix de 60,70 € par action proposé pour indemniser les actionnaires minoritaires de la société BRIOCHE PASQUIER SA.

Nous avons eu un entretien avec le management de la société BRIOCHE PASQUIER SA afin de comprendre les ajustements opérés sur le plan à moyen terme et nous avons pris connaissance du rapport d'évaluation révisé de l'évaluateur.

Après mise à jour de l'évaluation, les éléments d'appréciation du prix de l'Offre se présentent comme suit :

Méthodes d'évaluation	Offre initiale	16 juin 2006	Offre révisée	
	Valeur moyenne	prime	Valeur moyenne	prime
<b>Prix offert</b>	<b>60,70 €</b>		<b>65 €</b>	
<b>Cours de bourse</b>				
Dernier cours coté	59,1 €	2,7 %	59,1 €	10 %
Moyenne 1 mois	60,0 €	1,2 %	60,1 €	8,2 %
Moyenne 3 mois	60,4 €	0,5 %	60,4 €	7,5 %
Moyenne 6 mois	59,8 €	1,6 %	59,5 €	9,3 %
Moyenne 12 mois	59,8 €	1,6 %	59,0 €	10,2 %
Plus haut 1 an	62,0 €	-2,2 %	62,0 €	4,8 %
Plus bas 1 an	54,0 €	12,3 %	54,0 €	20,3 %
<b>Multiples boursiers</b>	50,2 €	20,9 %	50,2 €	29,5 %
<b>Multiple OPR-RO Saveurs de France</b>	52,3 €	16,0 %	58,4 €	11,3 %
<b>Multiple transactions comparables</b>	51,7 €	17,3 %	51,7 €	25,6 %
<b>Actualisation des flux de trésorerie disponible</b>	51,8 €	17,2 %	59,2 €	9,8 %
<b>Moyenne des méthodes</b>	<b>53,0 €</b>	<b>14,5 %</b>	<b>55,7 €</b>	<b>16,6 %</b>

Nous constatons que la mise à jour aboutit à des valeurs sensiblement supérieures aux valeurs communiquées le 16 juin 2006, compte tenu de l'évolution des approches retenues sur les deux méthodes suivantes :

- **Comparaison de multiples à l'OPR-RO Saveurs de France-Brossard**

L'évaluateur a d'une part complété l'analyse en prenant en compte le ratio VE/EBE et d'autre part réintégré les ratios 2005 dans son approche pour tenir compte des réalisations . Cette évolution fait passer la moyenne de valorisation de 52,3 € à 58,4 € .

- **Actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futures ( Discounted Cash Flow- DCF)**

Les modifications apportées par l'évaluateur portent sur 4 éléments principaux :

- ✓ la prise en compte de l'investissement SYMPHONIE qui fait passer les investissements nets , en 2006 , de 33 M€ à 64 M€ .
- ✓ la prise en compte d'un taux d'actualisation sans prime d'illiquidité du titre, faisant passer le taux d'actualisation de 8,4 % à 7,14 % .
- ✓ un endettement net à fin 2005 après prise en compte de l'impact de l'entrée de SYMPHONIE, soit un effet de 2,8 M€ supplémentaire.
- ✓ la prise en compte de la valeur actuelle des actifs financiers , essentiellement composés de dépôts et cautionnements et de créances sur les sociétés du groupe.

Concernant la prise en compte de l'impact de SYMPHONIE dans l'endettement net à fin 2005, il nous semble que cet élément devrait être exclu. Dans ce cas, la valorisation par action serait de 59,8 € , soit une prime de 8,7 % .

**Conclusions :**

La société PASQUIER SA ayant relevé son offre par rapport au projet d'offre initial, je confirme naturellement que dans ces nouvelles conditions le prix proposé aux actionnaires minoritaires est équitable .

Fait à Nantes , le 7 juillet 2006

Eric BOURON  
Commissaire aux comptes  
BOURON AUDIT CONSEIL

## **II PRESENTATION DE L'INITIATEUR DE L'OFFRE : PASQUIER S.A.**

### **2.1 Renseignements de caractère général concernant PASQUIER S.A.**

#### 2.1.1 Dénomination sociale

PASQUIER S.A.

#### 2.1.2 Siège social

LES CERQUEUX (49360)

#### 2.1.3 Forme juridique

Société Anonyme

#### 2.1.4 Registre du commerce et des sociétés

329 263 933 RCS ANGERS

#### 2.1.5 Date de constitution et durée de la société

La société a été constituée pour une durée de 99 ans à compter de son immatriculation au registre du commerce et des sociétés, soit jusqu'au 4 avril 2083, sauf dissolution anticipée ou de prorogation.

#### 2.1.6 Nationalité

Française

#### 2.1.7 Objet social

La société a pour objet :

- l'acquisition, la souscription et la gestion de tous biens et droits mobiliers, notamment toutes les actions ou parts sociales dans toutes sociétés existantes ou à créer ;
- en outre, la prestation de tout service de nature administrative, comptable, commerciale ou financière ou de gestion pour ses filiales.

La Société peut également effectuer toutes opérations de toutes natures susceptibles de contribuer directement ou indirectement à la réalisation de l'objet défini.

#### 2.1.8 Exercice social

L'année sociale commence le 1<sup>er</sup> janvier et finit le 31 décembre de chaque année.

#### 2.1.9 Président directeur général

Monsieur Louis-Marie PASQUIER

#### 2.1.10 Répartition des bénéfices (article 39 des statuts)

Les produits nets de l'exercice, déduction faite de tous frais généraux, amortissements, provisions et autres charges, constituent des bénéfices nets.

Le bénéfice distribuable est constitué par les bénéfices nets diminués des pertes antérieures s'il y a lieu, et du prélèvement obligatoire au profit de la réserve légale, et des sommes à porter en réserve en application de la loi et augmentés des reports bénéficiaires.

Ce bénéfice est à la disposition des actionnaires proportionnellement à la quotité du capital qu'ils possèdent, à moins que l'Assemblée Générale ne préfère l'affecter en tout ou en partie à tous fonds de réserves quelconques ou le reporter à nouveau. L'Assemblée Générale peut également mettre en distribution toutes sommes prélevées sur les réserves disponibles.

Les modalités de la distribution sont fixées dans le respect des dispositions légales et réglementaires en vigueur par l'Assemblée Générale des actionnaires.

### **2.2 Renseignements de caractère général concernant le capital de Pasquier S.A.**

#### 2.2.1 Capital Social (article 7 des statuts)

Le capital social est égal à 2.014.600 €, divisé en 2.014.600 actions de 1 € de nominal, chacune, intégralement libérées.

### 2.2.2 Forme des actions (article 12 des statuts)

Les actions sont toutes obligatoirement nominatives, même après libération.

Les récépissés nominatifs provisoires remis lors de la souscription, les certificats nominatifs provisoires remis ultérieurement et les certificats nominatifs définitifs remis lors de la libération intégrale des actions, sont établis et délivrés conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

### 2.2.3 Cessions d'actions (article 16 des statuts)

#### Modalités

La propriété des actions ne pouvant résulter de leur inscription au nom du titulaire sur les registres spéciaux tenus par la société conformément aux dispositions en vigueur, leur transmission ne peut s'opérer à l'égard des tiers et de la société que par une déclaration de transfert du cédant ou de son mandataire mentionné sur lesdits registres.

Si les actions ne sont pas entièrement libérées, la déclaration de transfert doit également être signée par le cessionnaire.

Seules les actions libérées des versements exigibles peuvent être admises au transfert.

Les actions d'apport ne sont négociables que deux ans après l'immatriculation de la société au Registre du Commerce et des Sociétés ou l'inscription modificative résultant de l'augmentation du capital, sous réserve des exceptions prévues par les articles 279 et 280 de la loi sur les sociétés commerciales.

#### Contrôle de la transmission des actions

La transmission des actions, à quelque forme que ce soit, est libre entre actionnaires ainsi qu'au profit du conjoint, d'un ascendant ou d'un descendant de l'actionnaire titulaire des actions à transférer.

Toutes transmissions à d'autres personnes, alors même qu'elles ne porteraient que sur la nue-propriété ou sur l'usufruit, ne peuvent être réalisées qu'après autorisation du Conseil d'administration.

La demande aux fins d'obtenir cette autorisation indique l'identité complète du ou des nouveaux titulaires proposés, le nombre des actions dont le transfert est envisagé au profit de chacun d'eux, et, s'il s'agit d'une cession à titre onéreux, le prix offert par chacun d'eux.

Le Conseil d'administration doit notifier sa réponse au demandeur dans les trois mois de la demande.

Le défaut de réponse dans ce délai vaut notification d'agrément.

Le Conseil n'est jamais tenu de faire connaître les motifs de sa décision.

Si l'agrément est donné, tacitement ou expressément, la société est tenue d'effectuer le transfert dans les délais prévus par le décret du 7 décembre 1955 relatif au régime des titres nominatifs.

Si l'agrément est refusé, le Conseil d'administration est tenu, dans un délai de trois mois à compter de la notification de son refus, de faire acquérir les actions par une ou plusieurs personnes de son choix, en notifiant au demandeur l'identité des ces personnes, leur accord et le prix proposé. Le demandeur dispose d'un délai de quinze jours pour faire connaître son accord sur l'Office du Conseil d'administration.

A défaut de réponse dans ce délai comme au cas où le prix offert est au moins égal au prix proposé par le demandeur, l'accord de celui-ci est réputé acquis et l'achat réalisé.

A défaut d'accord du demandeur sur le prix proposé par le Conseil d'administration, celui-ci est fixé par un expert nommé d'un commun accord ou à défaut par ordonnance du Président du Tribunal de commerce du siège social statuant en référé et sans recours, à la requête de la partie la plus diligente.

Le prix fixé par l'expert doit être mis à la disposition du demandeur dans les quinze jours de la remise par l'expert de son rapport. L'achat est alors réputé réalisé.

En tout état de cause, si l'achat n'est pas réalisé dans les trois mois de la notification du refus d'agrément, l'agrément sollicité est réputé acquis et le transfert doit être effectué dans les délais prévus par le décret du 7 décembre 1955 relatif au régime des titres nominatifs.

Ce délai de trois mois peut toutefois être prolongé à la demande de la société, par ordonnance de référé du Président du Tribunal de commerce statuant sans recours.

Avec le consentement du demandeur et son accord sur le prix, le Conseil d'administration peut également, dans le même délai, faire acquérir les actions par la société elle-même si l'Assemblée Générale Extraordinaire a décidé ou autorisé la réduction corrélative du capital social.

Toutefois nonobstant les dispositions du présent paragraphe le demandeur, s'il est actionnaire, pourra à tout moment jusqu'à l'expiration d'un délai de dix jours à compter de la date à laquelle le transfert est réputé réalisé, renoncer à son projet et conserver ses titres.

#### Nantissement agréé

Si la société a donné son agrément à un projet de nantissement dans les conditions prévues au paragraphes 2 ci-dessus, cet agrément vaudra agrément du cessionnaire en cas de réalisation forcée des actions nanties, à moins que la société ne préfère racheter les actions sans délai après la cession en vue de réduire son capital.

#### Contrôle de la transmission des droits de souscription et d'attribution

La transmission des droits de souscription et des droits d'attribution est soumise aux dispositions du paragraphe 2 ci-dessus.

#### 2.2.4 Pacte d'actionnaires

Il existe deux pactes d'actionnaires au sein de PASQUIER SA :

- un pacte d'actionnaires signé le 28 juin 2002 entre les membres de la famille PASQUIER et FIPA dont les principales dispositions concernent : un droit de préemption réciproque, un droit de sortie conjointe, un exercice simultané des droits de préemption et de sortie conjointe, un droit de préemption de la société FIPA sur les titres de la société PASQUIER, une promesse d'achat des titres PASQUIER SA
- un pacte d'actionnaires signé le 15 novembre 2005 entre les actionnaires personnes physiques n'appartenant pas au cercle familial PASQUIER et FIPA. Les principales dispositions concernent : droit de préemption de la société FIPA, droit de sortie conjointe des personnes physiques, promesse d'achat de la société FIPA, promesse de cession des personnes physiques.

#### 2.2.5 Répartition du capital et des droits de vote

Actionnaires	Nbre d'actions	% de détention	Nbre de droits de vote	% de droits de vote
UNIGRAINS	156 640	7,78%	156 640	7,78%
SAV FRANCE UNICONSERVE (1)	40 000	1,99%	40 000	1,99%
FIPA (2)	1 138 831	56,53%	1 138 831	56,53%
Daniel HAY	10 300	0,51%	10 300	0,51%
François-Xavier PASQUIER	81 040	4,02%	81 040	4,02%
Louis-Marie PASQUIER	174 820	8,68%	174 820	8,68%
Pascal PASQUIER	63 383	3,15%	63 383	3,15%
Philippe PASQUIER	60 100	2,98%	60 100	2,98%
Serge PASQUIER	140 020	6,95%	140 020	6,95%
Autres famille PASQUIER	77 480	3,85%	77 480	3,85%
Salariés	71 986	3,57%	71 986	3,57%
<b>TOTAL</b>	<b>2 014 600</b>	<b>100,00%</b>	<b>2 014 600</b>	<b>100,00%</b>

(1) Groupe UNIGRAINS

(2) Holding détenue à 100 % par la famille PASQUIER

#### 2.2.6 Evolution du capital social

Date	Nature de l'opération	Augmentation de capital	Nombre d'actions créées	Valeur nominale	Nombre d'actions cumulé	Capital après opération
04/04/1984	Apport lors de la constitution	7 832 000 F	60 246	130 F	60 246	7 832 000 F
27/01/1997	Augmentation de capital	2 349 600 F	18 074	130 F	78 320	10 181 600 F
26/12/2000	Apport en actions Brioche Pasquier et par création d'actions	2 314 000 F	17 800	130 F	96 120	12 495 600 F
26/12/2000	Elévation du montant du nominal	114 517 F	-	131,19 F	96 120	12 610 117 F
26/12/2000	Conversion du capital social en euro	-	-	20 €	96 120	1 922 400 €
25/06/2004	Apport de 133 578 titres Brioche Pasquier et apports en numéraire	92 200 €	4 610	20 €	100 730	2 014 600 €
25/06/2004	Division du nominal	-	-	1 €	2 014 600	2 014 600 €

### 2.2.7 Autres titres donnant accès au capital

Un plan de stock-option portant sur 100.000 actions PASQUIER SA a été décidé par l'AGE du 25 juin 2004 et mis en œuvre par le conseil d'administration du 15 décembre 2004.

### 2.2.8 Nantissements, garanties, sûretés

#### Nantissements portant sur les titres BRIOCHE PASQUIER appartenant à PASQUIER SA

- 2001 : Nantissement par PASQUIER SA de 175.000 titres de Brioche Pasquier auprès de la BCME afin de garantir l'emprunt souscrit par Brioche Pasquier pour acquérir les titres des sociétés italiennes Les Brioches et Bresciadolci.
- 2003 : Nantissement par PASQUIER SA de 1.250.000 titres de Brioche Pasquier auprès de la BCME et de Crédit Mutuel d'Angers constitué pour la couverture d'un crédit à moyen terme (6 ans) octroyée en faveur de la société Brioche Pasquier.

#### Nantissement portant sur les titres PASQUIER SA

- Nantissement portant sur 1.700 titres appartenant à Mme. Virginie AURE
- Nantissement portant sur 4.895 titres appartenant à M. Daniel HAY
- Nantissement portant sur 2.060 titres appartenant à M. Alexandre PASQUIER
- Nantissement portant sur 2.700 titres appartenant à M. Jean-Philippe PASQUIER

Garanties : Il n'existe pas de garanties

Sûretés : Il n'existe pas de sûretés.

### 2.2.9 Dividendes

<b>Dividendes en euros versés au titre de l'année</b>	<b>Exercice clos le 31 décembre 2005</b>	<b>Exercice clos le 31 décembre 2004</b>	<b>Exercice clos le 31 décembre 2003 (*)</b>
Global	1 510 950 €	1 611 680 €	1 537 920 €
Dividende par action	0,75 €	0,80 €	0,80 €

(\*) Après prise en compte de la division du nominal le 25/06/2004

### 2.2.10 Lieu où les documents sociaux de Pasquier S.A. peuvent être consultés

LES CERQUEUX (49360)

## **2.3 Administration, direction générale et contrôle**

### 2.3.1 La Direction

<b>Noms</b>	<b>Fonction</b>
Louis-Marie PASQUIER	Président Directeur Général
Serge PASQUIER	Administrateur, Directeur Général Délégué
Pascal PASQUIER	Administrateur, Directeur Général Délégué
François-Xavier PASQUIER	Administrateur, Directeur Général Délégué
Philippe PASQUIER	Administrateur, Directeur Général Délégué
Daniel HAY	Directeur Général Délégué

### 2.3.2 Commissaires aux comptes

<b>Noms</b>	<b>Date de nomination</b>	<b>Echéance du mandat</b>
Titulaire : SOREGOR AUDIT	AGO du 30 juin 1989 renouvelé à l'AGO du 30 juin 2002	AGO statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31/12/2007
Suppléant : Jean-Paul MENAGER	AGO du 30 juin 2002	AGO statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31/12/2007

#### **2.4 Description des activités de Pasquier S.A.**

La société PASQUIER SA, outre son activité de holding, réalise des prestations de service de direction générale au profit des autres sociétés du Groupe en matière comptable, juridique, sociale, logistique, informatique et industrielle.

#### **2.5 Faits exceptionnels et litiges**

Néant

## 2.6 Données financières simplifiées de PASQUIER SA

### 2.6.1 Bilans simplifiés des trois derniers exercices

Bilan – Actif

	Montant Brut	Amortissement & Provisions	Net au 31/12/2005	Net au 31/12/2004	Net au 31/12/2003
<b>Actif immobilisé</b>	<b>48 850 810</b>	<b>6 380 444</b>	<b>42 470 366</b>	<b>37 942 112</b>	<b>28 058 108</b>
Immobilisations incorporelles	818 584	721 652	96 932	61 399	60 273
Immobilisations corporelles	7 551 914	5 658 792	1 893 122	2 532 962	3 009 912
Immobilisations financières	40 480 312		40 480 312	35 347 750	24 987 923
<b>Actif circulant</b>	<b>3 967 427</b>	<b>91 469</b>	<b>3 875 957</b>	<b>3 961 009</b>	<b>3 628 983</b>
Stocks	7 786		7 786	9 076	5 894
Créances d'exploitation	2 197 252		2 197 252	1 789 382	1 224 963
Créances diverses	256 170		256 170	130 721	208 466
Trésorerie	538 183	91 469	446 714	920 567	1 260 212
Charges constatées d'avance	968 035		968 035	1 111 263	929 448
<b>Ecart de conversion actif</b>	<b>143 799</b>		<b>143 799</b>	<b>205 208</b>	<b>129 840</b>
<b>Total Actif</b>	<b>52 962 035</b>	<b>6 471 913</b>	<b>46 490 122</b>	<b>42 108 329</b>	<b>31 816 932</b>

Bilan – Passif

	31/12/2005	31/12/2004	31/12/2003
<b>Capitaux propres</b>	<b>31 092 470</b>	<b>29 806 737</b>	<b>20 850 257</b>
<b>Provisions</b>	<b>143 799</b>	<b>205 208</b>	<b>129 840</b>
Dettes financières	12 965 707	9 612 159	8 253 927
Dettes d'exploitation	2 266 586	2 480 396	2 484 180
Dettes diverses	21 559	3 827	98 728
<b>Total dettes</b>	<b>15 253 853</b>	<b>12 096 383</b>	<b>10 836 834</b>
<b>Total Passif</b>	<b>46 490 122</b>	<b>42 108 329</b>	<b>31 816 932</b>

### 2.6.2 Compte de résultat des trois derniers exercices

	31/12/2005	31/12/2004	31/12/2003
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>13 171 920</b>	<b>14 587 861</b>	<b>8 094 736</b>
Total produits d'exploitation	16 840 266	18 263 175	9 894 517
Total charges d'exploitation	16 947 526	18 114 448	10 292 277
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>-107 260</b>	<b>148 727</b>	<b>-397 760</b>
<b>Résultat financier</b>	<b>3 136 617</b>	<b>2 905 451</b>	<b>3 502 176</b>
<b>Résultat exceptionnel</b>	<b>175 701</b>	<b>314 328</b>	<b>118 358</b>
Impôts sur les bénéfices	314 446	227 145	183 634
<b>Résultat net</b>	<b>2 890 612</b>	<b>3 141 361</b>	<b>3 039 140</b>

### III PRESENTATION DE LA SOCIETE CIBLE : BRIOCHE PASQUIER

Les informations concernant la société BRIOCHE PASQUIER figurent dans le document de référence relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2005 qui a été déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers le 30 mai 2006 sous le numéro D.06-0511 et le rectificatif enregistré le 26 juin 2006 sous le numéro D.06-06-0511-R01. Ce document est disponible sur simple demande et sans frais au siège social de BRIOCHE PASQUIER. Il a également été mis en ligne sur le site internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

#### 3.1 Evolution de la répartition du capital de BRIOCHE PASQUIER

La répartition du capital de BRIOCHE PASQUIER est la suivante :

	Avant l'OPR-RO (jour du visa)			
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
PASQUIER SA	4.049.663	93,96	7.848.963	96,21
Actions nominatives	48.703	1,13	97.395	1,19
Public (au porteur)	211.448	4,91	211.448	2,59
<b>TOTAL</b>	<b>4 309 814</b>	<b>100,00</b>	<b>8.157.806</b>	<b>100,00</b>

#### 3.2 Communiqués et avis financiers récents

La Société BRIOCHE PASQUIER a publié le 15 mai 2006, son chiffre d'affaires au titre du premier trimestre de l'exercice 2006.

Le chiffre d'affaires consolidé est retraité selon la norme IAS 18

	2006	2005	Variation en %
1 <sup>er</sup> Trimestre	97 477	95 861	+ 1,69 %
Picard – Auga	7 693	0	
Symphonie	5 200	0	
<b>Total</b>	<b>110 370</b>	<b>95 861</b>	

Le chiffre d'affaires du 1er trimestre 2006 s'élève à 110,4 ME, avec l'intégration de la Société Picard-Augua et Symphonie.

A périmètre comparable, le chiffre d'affaires est en croissance de **+1,76%** à **97,5 M€**.

L'activité viennoiserie est en croissance de 3,7% à **62,4 M€**.

L'activité pâtisserie est en recul de -4,8% à **19,2 M€**,

L'activité biscotte progresse de +2,4% à **15,8 M€**,

L'Europe représente 13,9 % du CA total à **15,4M€**.

## **IV PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA PRESENTE NOTE D'INFORMATION**

### **4.1 Pour la présentation de l'Offre Publique**

Conformément à l'article 231-20 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, Portzamparc Société de Bourse, 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 l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.

Portzamparc Société de Bourse  
Philippe de PORTZAMPARC

### **4.2 Pour la présentation des Sociétés**

#### 4.2.1 Pour PASQUIER S.A.

A ma 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. J'ai obtenu des contrôleurs légaux des comptes une lettre de fin de travaux, dans laquelle ils indiquent avoir procédé à la vérification des informations portant sur la situation financière et les comptes donnés dans la note d'information ainsi qu'à la lecture de la présente note d'information.

Président Directeur Général  
Louis-Marie PASQUIER

#### 4.2.2 Pour BRIOCHE PASQUIER

A ma 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.

La société a obtenu de ses contrôleurs légaux des comptes une lettre de fin de travaux, dans laquelle ils indiquent avoir procédé, conformément à la doctrine et aux normes professionnelles applicables en France, à la vérification des informations portant sur la situation financière et les comptes donnés dans la présente note d'information et dans la note qu'elle incorpore par référence ainsi qu'à la lecture d'ensemble de la présente note d'information.

Président Directeur Général  
Serge PASQUIER