

Offre Publique d'Achat Portant sur les actions et sur les bons de souscription d'actions remboursables émis le 17 décembre 2004 de la société BELVEDERE S.A. initiée par ANGOSTURA HOLDINGS LIMITED



Présentateur
de l'Offre

Conseil associé Bucéphale Finance
Présentée par CIC Vizille Capital Finance

bucéphale|finance

Conseil associé

Résumé de la note d'information conjointe aux sociétés
Angostura Holdings Limited et Belvédère SA

Durée de l'offre : du 28 juillet 2006 au 31 août 2006 inclus

Prix de l'offre : 170 euros par action ; 100 euros par bon de souscription d'action remboursable.



AMF | AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application des articles L. 412-1 et L. 621-8 du Code Monétaire et Financier, l'Autorité des Marchés Financiers a apposé le visa n° 06-272 en date du 25 juillet 2006 sur la note d'information faisant l'objet du présent résumé, conformément aux dispositions des articles 231-1 et suivants de son Règlement Général. Cette note a été établie conjointement par la société Angostura Holdings Limited et la société Belvédère S.A. et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa n'implique ni approbation du prix ou de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés. Il a été attribué après examen de la pertinence et de la cohérence de l'information donnée dans la perspective de l'offre faite aux actionnaires de la société visée.

La note d'information incorpore par référence les documents suivants concernant Belvédère :

- le document de référence de la société Belvédère déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers le 28 septembre 2005 sous le numéro D.05-1174 et son actualisation déposée auprès de l'Autorité des Marchés Financiers le 7 mars 2006 sous le numéro D.05-1174. A01 ;
- la note d'opération visée par l'AMF sous le numéro 06-068 le 9 mars 2006 (notice légale publiée au BALO le 15 mars 2006) ;
- la note d'opération visée par l'AMF sous le numéro 04-884 le 10 novembre 2004 (notice légale publiée au BALO le 15 novembre 2004).

Des exemplaires de la note d'information sont disponibles sur le site Internet de l'Autorité des Marchés Financiers (www.amf-france.org) et sans frais auprès de :

Belvédère SA
10 avenue Charles Jaffelin
21200 Beaune

CIC Vizille Capital Finance
Espace Cordeliers
2, rue Président Carnot
69293 Lyon Cedex 02.

BELVÉDÈRE

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



1. PRESENTATION DE L'OFFRE

ANGOSTURA HOLDINGS LIMITED (ci-après l'« **Initiateur** » ou « **AHL** »), société immatriculée à Trinité-et-Tobago, dont le siège social est situé Corner Eastern Main Road & Trinity Avenue, Laventille à Trinité-et-Tobago, au capital social de 119 369 000 Dollars de Trinité-et-Tobago, divisé en 206 277 630 actions ordinaires de valeur égale, entièrement libérées, offre irrévocablement aux actionnaires et aux détenteurs de bons de souscription remboursables cessibles de **Belvédère S.A.** (ci-après « **Belvédère** »), société anonyme à Conseil d'administration dont le siège social est 10, avenue Charles Jaffelin, 21200 Beaune, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Beaune sous le numéro 380 695 213, au capital social de 4 996 670 €, divisé en 2 498 335 actions de deux euros (2 €) de valeur nominale chacune, entièrement libérées et de même catégorie, d'acquérir dans les conditions exposées ci-après (l'« Offre ») :

(i) leurs actions Belvédère existantes admises aux négociations au Compartiment B (Mid-caps) du marché Eurolist d'Euronext Paris SA (code FR0000060873) ou qui pourraient être émises d'ici la clôture de l'Offre par l'exercice de BSAR 1 (tel que ce terme est défini ci-après) ou de stock options ; et

(ii) leurs Bons de Souscriptions d'Actions Remboursables de Belvédère émis le 17 décembre 2004 (ci-après les « **BSAR 1** »), admis aux négociations sur le marché Eurolist d'Euronext Paris SA (code FR0010134247).

L'Offre ne porte ni sur les Bons de Souscriptions d'Actions Remboursables de Belvédère assortissant les obligations subordonnées émises conformément aux termes de la note d'opération visée par l'AMF sous le numéro 06-068 le 9 mars 2006 (les « **BSAR 2** ») ni sur les actions résultant de l'exercice desdits BSAR 2, ces derniers étant incessibles jusqu'au lendemain de la clôture de l'Offre et en tout état de cause jusqu'au 31 août 2006 au plus tard. (Les BSAR 2 ont fait l'objet d'une demande de cotation, celle-ci devant intervenir le lendemain de la clôture de la présente offre publique et en tout état de cause au plus tard le 31 août 2006.)

L'Offre s'inscrit dans le cadre d'une opération complexe destinée à permettre au groupe auquel appartient AHL d'obtenir la majorité des titres et des droits de vote dans Belvédère alors que cette dernière, avec l'appui de ce groupe, finalise l'acquisition de la société Marie Brizard et Roger International.

En raison du caractère amical de l'Offre, la présente note a été établie conjointement par l'Initiateur et Belvédère. CIC Vizille Capital Finance, en tant qu'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur et retranscrits ci-dessous.

1.1 MODALITES DE L'OPERATION

1.1.1 Franchissement du seuil du tiers

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

Dans cette perspective, l'Initiateur et plusieurs sociétés du groupe CL Financial (le « Groupe CLF ») ont conclu le 6 mars 2006 avec les actionnaires composant le concert des familles Rouvroy et Trylinski (les « **Familles Rouvroy et Trylinski** ») une convention, amendée le 21 juin 2006, dont les termes sont rappelés dans la note d'information faisant l'objet du présent résumé.

Les objectifs de cette convention sont les suivants :

■ permettre à l'Initiateur et à son groupe d'obtenir au moins 51 % du capital et des droits de vote de Belvédère ;

■ conserver les titres Belvédère admis aux négociations sur l'Eurolist d'Euronext avec un niveau de « flottant » significatif (un dispositif est envisagé pour éventuellement limiter ou faire redescendre la participation du Groupe CLF à 55 % du capital de Belvédère dans les mois qui suivront la clôture de l'Offre) ;

■ participer au financement, grâce à l'appui de l'Initiateur et de son groupe, de l'acquisition par Belvédère de la société Duke Street Capital France 2 (laquelle détient la majorité des titres et des droits de vote de la société Marie Brizard et Roger International).

Conformément aux termes de cette convention, l'Initiateur et les sociétés de son groupe actionnaires dans Belvédère ont :

(i) souscrit à hauteur de 93,151 millions d'euros à l'émission réalisée au mois d'avril 2006 par Belvédère d'un emprunt représenté par des obligations assorties de bons de souscription d'actions remboursables pour un montant global de 160 millions d'euros (cf. 1.2.10 ci-dessous).

Le produit de cette émission obligataire a contribué au financement par Belvédère de l'acquisition, le 13 avril 2006, de la société Duke Street Capital France 2 (détenant 69,3 % du capital et 74,10 % des droits de vote de la société Marie Brizard et Roger International). Belvédère a ensuite engagé une offre publique d'achat sur le surplus des titres de cette société et obtenu au terme de celle-ci 98,63 % du capital de cette société. Belvédère a déposé le 9 juin 2006 un projet d'offre de retrait obligatoire, déclaré recevable le 27 juin 2006 par l'Autorité des Marchés Financiers. Cette offre publique de retrait va se dérouler du 4 au 17 juillet 2006 inclus, le retrait obligatoire étant mis en œuvre le 18 juillet 2006.

(ii) exercé 457.720 BSAR 2.

Du fait de l'exercice de ces BSAR 2, l'Initiateur et son groupe détiennent plus du tiers des actions de Belvédère et, conformément à ses engagements et à la réglementation en vigueur, l'Initiateur dépose la présente offre publique d'achat visant la totalité des actions existantes cessibles et des bons de souscription d'actions cessibles.

1.1.2 Prises de participation antérieures du Groupe CLF et situation de l'Initiateur dans Belvédère

Depuis 2002, le Groupe CLF accompagne le développement de Belvédère, dans laquelle des prises de participations successives ont été réalisées par l'une ou l'autre des sociétés du Groupe CLF, en fonction des opportunités et des disponibilités.

Le tableau suivant résume la situation (sur la base de la note d'opération visée par l'AMF sous le numéro 06-068 le 9 mars 2006 (notice légale publiée au BALO le 15 mars 2006), compte tenu des BSAR 2 dont l'exercice a été constaté par le conseil d'administration de Belvédère du 9 mai 2006 et du nombre de droits de votes déclarés par Belvédère (BALO du 5 mai 2006)) du Groupe CLF dans Belvédère à ce jour (étant rappelé que la société CL Financial Limited (ci-après « CLF ») contrôle directement ou indirectement CL World Brands Limited, Colonial Life Insurance Company (Trinidad) Limited (« Clico »), AHL et sa filiale Angostura Limited).

Sur la base de 2 498 335 actions et 3 066 810 droits de vote	Nombre d'actions	%age du capital	Nombre de droits de vote	% age des droits de vote
CLF	234 370	9,38	234 370	7,64
CL World Brands Limited	185 000	7,40	185 000	6,03
Clico	115 074	4,61	115 074	3,75
AHL	313 730	12,56	313 730	10,23
Angostura Limited	134 768	5,39	134 768	4,39
TOTAL	982 942	39,34	982 942	32,05



Il est précisé qu'en application des dispositions de l'article L. 433-3 I du code monétaire et financier, les actions détenues par l'initiateur et les autres sociétés du Groupe CLF au-delà de la fraction du tiers du capital de Belvédère sont privées du droit de vote, à défaut pour ces sociétés d'avoir procédé au dépôt d'un projet d'offre. Ainsi, l'initiateur et les autres sociétés du Groupe CLF détiennent 982 942 actions représentant 832 778 droits de vote, soit 39,34% du capital et 28,55% des droits de vote. Il convient toutefois de noter qu'après la déclaration de recevabilité par l'Autorité des marchés financiers de la présente offre l'initiateur et les sociétés du Groupe CLF bénéficient de la totalité de leurs droits de vote.

Cette implication croissante et progressive a permis aux deux groupes de se connaître et d'envisager les éventuelles synergies et les possibilités d'un développement commun.

1.1.3 Opérations réalisées au cours des douze derniers mois ayant permis à des sociétés du Groupe CLF d'acquérir des instruments financiers de Belvédère

a) Actions

CLF et CL World Brands détiennent une partie de leurs actions Belvédère (respectivement 165 900 et 185 000) depuis plus d'un an et pour le surplus du fait de l'exercice de BSAR 2, dans les conditions précisées ci-dessous.

Clico a acquis 83 024 actions en 2005 lors de l'augmentation de capital organisée par Belvédère, après avoir acquis les droits préférentiels de souscription attribués à cette occasion aux sociétés CLF et CL World Brands⁽¹⁾.

Angostura Limited a acquis 91 298 actions de Belvédère le 31 août 2005 lors d'une cession

(1) Cf. prospectus visé par l'AMF (visa n° 05-200 en date du 31 mars 2005).



d'actions propres réalisée par Belvédère pour un prix de 108 €⁽²⁾ par action . Ces titres avaient été acquis par Belvédère aux mois de juin (79 578 actions au prix de 98,94 €), juillet (17 706 actions à 98,80 €) et août (12 663 actions à 101,98 €).

AHL a quant à elle acquis ses actions par l'exercice de BSAR 2.

b) Bons de Souscription d'Actions Remboursables résultant de l'émission par Belvédère, le 17 décembre 2004, d'Obligations avec Bons de Souscription d'Actions Remboursables

Belvédère a émis 41 420 Obligations avec Bons de Souscription d'Actions Remboursables (ci-après les « **OBSAR 1** », correspondant aux « **Obligations 1** » et aux « **BSAR 1** ») le 17 décembre 2004 dans le cadre d'un projet d'acquisition en Pologne. Toutes les Obligations 1 ont été remboursées par Belvédère le 22 mars 2006.

Le Groupe CLF dispose de 183 680 BSAR 1 (soit 131 580 BSAR 1 détenues par Clico résultant de l'émission par Belvédère de ces OBSAR 1 et 52 100 BSAR 1 acquis par Angostura Limited au mois d'août 2005, pour un prix unitaire de 44,8163 €).

Ces BSAR 1 peuvent être exercées du 17 décembre 2004 au 17 décembre 2011, Belvédère ayant renoncé à la clause de remboursement anticipé desdits BSAR 1.

c) Bons de Souscription d'Actions Remboursables résultant de l'émission par Belvédère, le 11 avril 2006, d'Obligations avec Bons de Souscription d'Actions Remboursables

Belvédère a émis 96 970 Obligations avec Bons de Souscription d'Actions Remboursables (les « **OBSAR 2** ») dans les conditions plus amplement décrites au paragraphe 1.2.10. A chacune des obligations sont attachés 15 BSAR 2, donnant chacun droit de souscrire à une action de Belvédère au prix de 165 €. Les sociétés du Groupe CLF ont souscrit 56 455 OBSAR 2 puis ont exercé 457 720 BSAR 2 (sur les 846 825 BSAR 2 leur ayant été attribuées), obtenant ainsi 457 720 actions nouvelles de Belvédère. Le Groupe CLF s'est engagé à transférer 389 085 BSAR 2 aux Familles Rouvroy et Trylinski à titre d'indemnité d'immobilisation. Le Groupe CLF peut donc encore disposer de 20 BSAR 2 après la réalisation de ce transfert qui doit s'opérer dans les quinze jours qui suivront la publication des résultats de l'Offre.

Ce transfert a pour objet de prendre en considération les engagements pris par les familles en termes de conservation de titres pendant et à l'issue de la présente offre publique. Ils se sont ainsi engagés à limiter leurs cessions d'actions postérieurement à l'offre à hauteur de 1 % du capital par famille et par année civile tant que Messieurs Rouvroy et Trylinski conserveront respectivement leur mandat de Président directeur général et de Directeur général délégué. Cet engagement ne prend pas en compte la cession maximale par famille de 1,5 % du capital que chacune d'entre elle pourra céder au Groupe CLF dans les trois semaines qui suivront la publication des résultats de l'Offre par l'Autorité des marchés financiers selon les termes de l'avenant en date du 28 juin 2006 à la convention déjà citée précédemment.

En cas d'exercice immédiat de la totalité des 183.680 BSAR 1 et des 20 BSAR 2 détenus ce jour et disponibles, la participation du Groupe CLF dans Belvédère serait augmentée de 202 068 actions supplémentaires et donc portée à 1 185 010 actions, soit environ 43,89 % des actions et 36,25 % droits de vote de Belvédère, avant toute autre dilution (sur la base des informations figurant dans la note d'opération publiée de Belvédère au BALO du 9 mai 2006 et des droits de

vote au 13 avril 2006 (BALO du 5 mai 2006)).

1.1.4 Autorisations réglementaires

L'Initiateur indique qu'il procédera à toutes les diligences requises par les dispositions des articles L.151-1 à L.151-4 du Code Monétaire et Financier et du décret n° 2005-1739 du 30 décembre 2005 réglementant les relations financières avec l'étranger et portant application de l'article L.151-3 du Code Monétaire et Financier.

1.1.5 Déclarations de franchissement de seuil et déclaration d'intention

i) Par courrier en date du 20 avril 2006 par suite de l'exercice de 457 720 bons de souscription d'actions émis le 11 avril 2006 par Belvédère, CLF, actionnaire à plus de 50 % de CL World Brands Ltd, Clico et AHL, a déclaré avoir franchi directement et indirectement en hausse, le 13 avril 2006, les seuils de 1/3 du capital et de 25 % des droits de vote de Belvédère et détenir directement et indirectement 982.942 actions représentant autant de droits de vote Belvédère, soit 39,35 % du capital et 32,05 % des droits de vote.

Par le même courrier, la déclaration d'intention suivante a été effectuée : « Conformément à ses précédentes déclarations et en conséquence du franchissement à la hausse par le groupe CL Financial du seuil du tiers du capital de la société Belvédère, la société Angostura Holdings Ltd déposera auprès de l'Autorité des marchés financiers, dans les conditions réglementaires, une offre publique d'achat obligatoire portant sur les actions et les BSAR émis par Belvédère le 17 décembre 2004. »

Ces déclarations ont fait l'objet d'un avis publié par l'Autorité des marchés financiers le 24 avril 2006 sous le numéro 206C0759.

ii) Par courriers du 20 avril 2006, reçus le jour même, par suite de l'augmentation du nombre d'actions et de droits de vote résultant de l'exercice de bons de souscription d'actions remboursables, les franchissements de seuils suivants ont été déclarés :

■ franchissement en baisse, le 13 avril 2006, par le groupe familial Rouvroy (comprenant M. Jacques Rouvroy, Mme Danièle Rouvroy et la société civile Financière du Vignoble) des seuils de 20 % des droits de vote et de 15 % du capital de la société Belvédère, et détention de 322.800 actions représentant 581.100 droits de vote de la société Belvédère, soit 12,92 % du capital et 18,95 % des droits de vote de la société ;

■ franchissement en baisse, le 13 avril 2006, par le groupe familial Trylinski (comprenant M. Krzysztof Trylinski et Mme Elisabeth Trylinski) du seuil de 15 % du capital de la société Belvédère, et détention de 337.577 actions représentant 649.454 droits de vote de la société Belvédère, soit 13,52 % du capital et 21,18 % des droits de vote de la société.

A l'issue de ces franchissements de seuils, les groupes familiaux Rouvroy et Trylinski agissant de concert n'ont franchi aucun seuil et détiennent de concert 660.377 actions représentant 1 230 554 droits de vote Belvédère, soit 26,44 % du capital et 40,13 % des droits de vote de cette société.

Ces déclarations ont fait l'objet d'un avis publié par l'Autorité des marchés financiers le 24 avril 2006 sous le numéro 206C0762.

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

1.2.1 Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre d'un ensemble d'opérations destinées à permettre au Groupe CLF d'obtenir la majorité des actions et des droits de vote dans Belvédère, alors que cette dernière, grâce au soutien du Groupe CLF, a acquis un bloc d'actions représentant 69,3 % de la société Marie

Brizard et Roger International, a engagé une offre publique d'achat sur le surplus des titres de cette société et après avoir détenu au terme de celle-ci 98,63 % du capital de cette société a engagé une offre publique de retrait qui s'est déroulée du 4 au 17 juillet 2006.

Au terme de celle-ci, la société Belvédère détenait 2 162 160 actions Marie Brizard et Roger International représentant 98,97% du capital et 99,23% des droits de vote de cette société. Ce résultat a été annoncé dans une décision et information de l'Autorité des marchés financiers n°206C1457 en date du 18 juillet 2006 où il était également précisé que « comme indiqué dans l'avis d'Euronext Paris SA n°2006-1913 du 3 juillet 2006, les actions Marie Brizard et Roger International sont radiées d'Eurolist le 18 juillet 2006, date à laquelle, conformément aux dispositions des articles 237-1, 237-3 et suivants du règlement général, les actions non présentées à l'offre publique de retrait par les porteurs minoritaires sont transférées à l'initiateur de l'offre.

Le Groupe CLF a en effet l'ambition de bâtir à partir de Belvédère un groupe mondial de vins et spiritueux en s'appuyant sur une croissance organique forte et des acquisitions sélectives en Europe et en Amérique du Nord.

Le Groupe CLF souhaite cependant maintenir Belvédère inscrite sur l'Eurolist d'Euronext avec un niveau de flottant significatif, de sorte que de nom-

breux actionnaires conservent au moins une partie de leurs titres pour accompagner l'évolution de Belvédère. Le Groupe CLF cherche également à s'assurer qu'à l'issue de l'Offre, les dirigeants actuels resteront impliqués dans le développement de Belvédère et, à cet égard, qu'ils conserveront une participation significative dans Belvédère.

Le Groupe CLF dispose à ce jour de 982.942 actions (représentant 39,34 % du capital et 32,05 % des droits de vote de Belvédère).

La convention conclue le 6 mars 2006 entre le Groupe CLF et les actionnaires composant le concert (Familles Rouvroy et Trylinski), tel qu'amendée le 21 juin 2006, prévoit un dispositif destiné à permettre au Groupe CLF d'obtenir 51 % au moins du capital et des droits de vote de Belvédère.

En effet, dans l'hypothèse où AHL n'obtiendrait pas le nombre de titres permettant de porter la participation du Groupe CLF dans Belvédère à 51 % au moins, la différence serait obtenue comme suit :

■ Le Groupe CLF exercera, dans les 8 jours de la publication du résultat de l'Offre, le nombre de BSAR 1 et/ou de BSAR 2 qu'il détiendra lui permettant d'atteindre entre 51 % et 55 % du capital de Belvédère.

■ Si l'exercice de l'intégralité des BSAR 1 et des BSAR 2 qu'il détient (déduction faite de 389.085 BSAR 2 devant être transférées aux Familles Rouvroy et Trylinski à titre d'indemnité d'immobilisation)



(2) Cf. le communiqué de Belvédère du 14 septembre 2005 (Régularisation concernant les opérations sur actions propres réalisées par la Société Belvédère au cours des mois de Juin, Juillet et Août 2005).



ne suffit pas pour que le Groupe CLF détienne 51 % du capital de Belvédère, le Groupe CLF demandera aux membres de ces familles, dans les huit jours de l'exercice de ces BSAR 1 et BSAR 2, de lui céder, au prorata du pourcentage de capital qu'ils détiennent et au prix de l'Offre, le nombre d'actions nécessaire pour permettre au Groupe CLF d'atteindre 51 % du capital de Belvédère, dans la limite de 200 000 actions. La cession aura lieu dans les 15 jours de la réception de la demande.

■ Si, après ces opérations, le Groupe CLF détient au moins 51 % du capital de Belvédère, les membres des familles feront passer de la forme nominative à la forme au porteur un nombre suffisant d'actions Belvédère possédant un vote double pour que le Groupe CLF puisse effectivement obtenir au moins 51 % des droits de vote de Belvédère.

1.2.2 Synergies et avantages attendus - Rationalisation de la politique d'investissement du Groupe CLF et stratégie de développement de Belvédère

L'objectif pour le Groupe CLF est de rationaliser, compléter et développer son positionnement dans le secteur des vins et spiritueux, en consolidant sa position en Europe. En prenant le contrôle de Belvédère, le Groupe CLF se dotera, par l'intermédiaire d'AHL, de la structure lui permettant de rationaliser, coordonner et accélérer sa politique d'implantation et de développement en Europe dans le domaine des vins et spiritueux, en ajoutant ses compétences à celles des dirigeants de Belvédère, dont elle souhaite s'assurer de l'implication et de la collaboration.

Le Groupe CLF dispose déjà d'un portefeuille de marques significatif et de positions fortes pour le rhum, le cognac et le whisky, tandis que Belvédère intervient particulièrement dans le domaine de la vodka et des vins.

L'opération permettrait d'étendre la gamme de produits offerts au public, de bénéficier de synergies importantes pour la production et la distribution de ces produits en Europe, en Asie et aux Etats-Unis, tout en réalisant des gains significatifs en matière de marketing.

De son côté, Belvédère pourra s'appuyer durablement sur un groupe solide, partenaire depuis plusieurs années, à même de lui fournir les moyens non seulement de se repositionner en Europe après les derniers projets d'expansion en Europe de l'Est, mais encore de s'imposer comme un intervenant majeur sur le plan mondial, avec des perspectives nouvelles.

1.2.3 Politique envisagée pour les douze mois à venir

AHL souhaite faire de Belvédère, qui resterait inscrite sur l'Eurolist d'Euronext, la tête d'un groupe mondial de vins et spiritueux figurant parmi les dix premiers mondiaux de ce secteur, en poursuivant une politique de croissance externe d'envergure, en Europe et aux Etats-Unis, d'ores et déjà engagée – grâce au soutien du Groupe CLF – avec l'acquisition de la société Marie Brizard et Roger International.

Pour atteindre cet objectif, AHL et le Groupe CLF comptent sur le concours des actionnaires fondateurs de Belvédère, Messieurs Jacques Rouvroy et Krzysztof Trylinski et s'appuieraient sur la structure et les équipes actuelles de Belvédère et de Marie Brizard et Roger International. AHL estime en effet que c'est par une fédération de toutes les forces existant au sein du Groupe CLF et de Belvédère que les progrès seront les plus rapides. La taille du nouveau groupe permettra notamment de poursuivre le développement par des acquisitions ultérieures et d'accéder à une croissance plus rapide que celle qui pourrait être réalisée par chacune des sociétés prises séparément.

1.2.4 Intérêt de l'opération

La présente Offre revêt un caractère obligatoirement, le groupe de l'Initiateur ayant dépassé le seuil

de tiers des actions de la société Belvédère. Elle donne aux actionnaires et aux porteurs de BSAR 1 la possibilité de céder leurs titres avec une prime significative.

1.2.5 Intentions concernant la cotation de Belvédère à l'issue de l'Offre

L'Initiateur compte maintenir la négociation des actions Belvédère sur le même marché réglementé avec l'objectif de maintenir un flottant suffisamment liquide en procédant au reclassement nécessaire pour faire redescendre sa participation à 55 % du capital de Belvédère dans meilleurs délais après la clôture de l'Offre. L'Initiateur examine actuellement les conditions dans lesquelles ce reclassement pourrait avoir lieu tout en préservant, dans la mesure du possible, le marché des titres de Belvédère, et ce par tous moyens techniques en ayant recours ou non à tout instrument financier adéquat. L'Initiateur n'a donc pas l'intention de réaliser, à l'issue de l'Offre, une procédure d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, quand bien même les conditions en seraient réunies.

1.2.6 Composition des organes sociaux et direction de Belvédère

L'Initiateur ne souhaite pas faire désigner de nouvel administrateur, étant précisé que Monsieur Monteil a été nommé administrateur lors de l'assemblée générale des actionnaires de Belvédère tenue le 23 juin 2006. Monsieur Jacques Rouvroy conservera son mandat de Président-Directeur Général de Belvédère et Monsieur Krzysztof Trylinski son mandat de Directeur Général Délégué.

1.2.7 Orientation en matière d'emploi

L'Offre d'AHL est amicale et repose essentiellement sur la collaboration d'AHL et de l'ensemble du Groupe CLF avec les équipes, les fondateurs et l'équipe dirigeante actuelle de Belvédère.

L'opération ne vise pas à impacter la politique actuelle de Belvédère en matière d'emploi.

1.2.8 Politique de distribution de dividendes de Belvédère

Le Conseil d'administration de Belvédère définira la politique de distribution des dividendes de Belvédère en fonction, notamment, de la capacité distributive de cette société et de ses besoins en financement, étant rappelé néanmoins que l'Initiateur envisage pour la société diverses opérations de croissance externes.

Au cours des dernières années, Belvédère a distribué les dividendes suivants :

Date de clôture de l'exercice considéré	Dividende distribué (en €)	Dividende par action (en €)
31 décembre 2004	2 036 482	1
31 décembre 2003	1 657 000	1
31 décembre 2002	1 657 000	1

Il est à noter que le dividende d'un euro par action donnait alors lieu à un avoir de 0,50 € par action (soit un revenu déclaré par action de 1,50 €).

L'Assemblée Générale en date du 23 juin 2006 a décidé de distribuer aux actionnaires un dividende de 0,50 euro par action, prélevés sur le poste « Autres réserves », chaque actionnaire recevant un dividende de 0,50 euro par action étant précisé que les actions issues de l'exercice des BSAR 1 ne portant jouissance qu'à compter du premier jour de l'exercice social au cours duquel ils ont été exercés, les BSAR 1 exercés après le 31 décembre 2005 ne donnent pas droit à ce dividende mais que les actions issues de l'exercice des BSAR 2 donnent droit à ce dividende, qui a été mis en paiement le 14 juillet 2006.

Ce dividende ayant été versé à l'ensemble des actionnaires avant le dépôt de l'Offre, il n'est pas pris en compte dans le prix offert aux actionnaires.

1.2.9 Politique relative aux obligations

Il est rappelé que des Obligations avec Bons de Souscription d'Actions Remboursables (les « OBSAR 1 ») ont été émises par Belvédère en 2004 pour un montant nominal total de 34 999 900 € et pour 41.420 Obligations 1, afin de permettre de financer l'acquisition de la société Polonaise Przedsiębiorstwo Polmos Białystok SA ⁽¹⁾.

Ce projet d'acquisition n'ayant pas abouti, l'Assemblée Générale des obligataires de Belvédère tenue le 15 décembre 2005 a autorisé le représentant de la masse des obligataires à donner la mainlevée du gage espèces qui portait sur les fonds obtenus de l'émission, pour permettre le rachat de leurs obligations aux obligataires le souhaitant. L'Assemblée Générale des obligataires de Belvédère en date du 21 mars 2006 a autorisé le remboursement anticipé immédiat de l'intégralité des obligations restant en circulation et, sous condition du remboursement de l'intégralité des Obligations 1, donné mainlevée des autres garanties de l'emprunt encore en vigueur. Le règlement est intervenu le 22 mars 2006 et la mainlevée des garanties correspondantes a été donnée le même jour.

Pour participer au financement de l'acquisition par Belvédère d'un bloc de contrôle de 69,30 % de la société Marie Brizard et Roger International au travers de l'acquisition des titres de la société Duke Street Capital France 2, Belvédère a procédé à une nouvelle émission d'Obligations avec Bons de Souscription d'Actions Remboursables (96 970 OBSAR 2 pour un montant nominal total de 160 000 500 euros) ⁽²⁾.

La durée de vie totale de ce nouvel emprunt obligataire est de huit ans à compter du 11 avril 2006, date de jouissance des obligations subordonnées (les « Obligations A ») détachées de ces OBSAR 2.

Les Obligations A portent un intérêt au taux de 7,692 % l'an payé annuellement par remise d'obligations subordonnées (les « Obligations B Sans Coupon ») échangeables contre des Obligations A (à raison de treize (13) Obligations B Sans Coupon pour une Obligation A).

Il est prévu que les Obligations A et B soient amorties en totalité (sous réserve notamment du remboursement, de l'amortissement et du complet paiement de certaines créances dites « Créances Prioritaires ») le 11 avril 2014, par remboursement au pair (1.650 € par Obligation A et 126,923 € par Obligation B Sans Coupon).

Les Obligations A sont cotées depuis le 14 avril 2006 sous le numéro de code ISIN FR0010304774. La cotation des Obligations B Sans Coupon est prévue le 14 avril 2007 sous le numéro de code ISIN FR0010304782.

Belvédère s'est réservé le droit, sous réserve du respect des droits des créanciers prioritaires :

(i) de procéder à tout moment, sans limitation de prix ni de quantité, à l'amortissement anticipé des Obligations A et B soit par des rachats en bourse ou hors bourse, soit par des offres publiques d'achat ou d'échange ; ou encore

(ii) le 11 avril de chaque année et pour la première fois le 11 avril 2007, de procéder au remboursement anticipé au pair de tout ou partie des Obligations A et B restant en circulation.

Il est également prévu que Belvédère procède dans certaines conditions au remboursement anticipé des Obligations, notamment :

(i) si l'acquisition du bloc de contrôle détenu par Duke Street Capital France 2 n'a pu avoir lieu avant le 15 mai 2006 (étant précisé que cette acquisition a effectivement été réalisée le 13 avril 2006) ;

(1) Selon les termes de la note d'opération visée par l'AMF sous le numéro 04-884 le 10 novembre 2004 (notice légale publiée au BALO le 15 novembre 2004).

(2) Selon les termes de la note d'opération visée par l'AMF sous le numéro 06-068 le 9 mars 2006 (notice légale publiée au BALO le 15 mars 2006).



(ii) si une ou plusieurs personnes agissant de concert autre que le Groupe CLF venait à détenir, directement ou indirectement, plus de 50,10 % du capital social ou des droits de vote de Belvédère ;

(iii) en cas de retrait de Belvédère de la cote Eurolist ;

(iv) en cas de changement de contrôle tel que prévu dans la documentation relative à l'un des emprunts ou émission d'obligations correspondant à des crédits liés à l'acquisition de la société Marie Brizard et Roger International et, le cas échéant, du refinancement des emprunts et dettes existants de la société Marie Brizard et Roger International et de Belvédère ;

(v) sur décision de l'assemblée générale des porteurs d'Obligations A et/ou de l'assemblée générale des porteurs d'Obligations B en cas de déclaration de l'exigibilité anticipée de tout emprunt ou émission obligataire d'un montant d'au moins 15.000.000 € correspondant à des créances prioritaires ou, après la date de remboursement final des créances prioritaires, en cas de survenance de certains événements (tels que le non respect de ratios financiers) ;

(vi) pour chaque exercice de 10 BSAR 2 les porteurs de BSAR 2 pourront demander le remboursement anticipé d'une Obligation A au prix de 1.650 €, par compensation avec le montant de la souscription et/ou de l'acquisition des actions à recevoir par exercice de 10 BSAR. Les porteurs utilisant cette faculté n'auront pas droit aux intérêts courus depuis la date de paiement d'intérêts précédant ledit remboursement.

L'Offre ne devrait pas avoir de conséquence particulière sur les obligataires, l'obtention de la majorité des actions et droits de vote dans Belvédère par le Groupe CLF ayant été prise spécifiquement en compte dans les documents juridiques relatifs à l'émission visée ci-dessus.

1.2.10 Politique relative aux Bons de Souscription d'Actions Remboursables

a) *Bons de Souscription d'Actions Remboursables résultant de l'émission par Belvédère, le 17 décembre 2004, d'Obligations avec Bons de Souscription d'Actions Remboursables*

A chaque Obligation 1 représentant l'emprunt obligataire émis par Belvédère en 2004 (visé ci-dessus ⁽¹⁾) était attachés 15 BSAR 1, donnant initialement droit chacun de souscrire à une action de Belvédère pour un prix de 85 €. Compte tenu de l'ajustement de la parité d'exercice des BSAR 1 consécutive des opérations réalisées sur le capital depuis leur émission et notamment de l'émission des OBSAR 2, la parité est actuellement de 1,10 action pour un BSAR 1 (BALO du 10 avril 2006).

Ces BSAR 1 peuvent être exercées du 17 décembre 2004 au 17 décembre 2011, Belvédère ayant renoncé à la clause de remboursement anticipé desdits BSAR 1.

La présente Offre vise ces BSAR 1.

b) *Bons de Souscription d'Actions Remboursables résultant de l'émission par Belvédère, le 11 avril 2006, d'Obligations avec Bons de Souscription d'Actions Remboursables*

Par ailleurs, lors de l'émission des OBSAR 2 par Belvédère, le 11 avril 2006, à chacune des obligations émises ont été attachés 15 BSAR 2 donnant chacun droit de souscrire à une action au prix de 165 €. Ces BSAR 2 peuvent être exercées du 14 avril 2006 au 11 avril 2014.

(1) Selon les termes de la note d'opération visée par l'AMF sous le numéro 04-884 le 10 novembre 2004 (notice légale publiée au BALO le 15 novembre 2004).



Belvédère s'est réservée la faculté, dans certaines conditions et à compter du 31 août 2006, de procéder au remboursement anticipé de tout ou partie des BSAR 2 en circulation au prix unitaire de 0,01 € si la moyenne pondérée sur les dix séances de bourse de produits (1) des cours de clôture de l'action Belvédère sur le Marché Eurolist d'Euronext Paris S.A. et (2) de la parité d'exercice en vigueur lors desdites séances de bourse, excède 300 €. Belvédère s'est également réservé le droit de procéder à des rachats en bourse ou hors bourse de BSAR 2, ou à des offres publiques d'achat ou d'échange des BSAR 2 (les rachats de BSAR 2 payables en numéraire ne pouvant cependant être effectués avant la date de remboursement final des Créances Prioritaires).

Les BSAR 2 seront cotés sur le Marché Eurolist d'Euronext Paris S.A séparément des Obligations 2 à l'issue de la clôture de l'Offre et en tout état de cause au plus tard le 31 août 2006 sous le numéro de code ISIN FR0010304733.

Les BSAR 2 sont incessibles du 11 avril 2006 jusqu'au lendemain de la clôture de l'Offre et en tout état de cause jusqu'au 31 août 2006 au plus tard (étant précisé que les actions remises en cas d'exercice des BSAR 2 seront également incessibles du 14 avril 2006 jusqu'au lendemain de la clôture de la présente Offre et en tout état de cause jusqu'au 31 août 2006 au plus tard).

Le Groupe CLF a l'intention d'exercer, dans les 8 jours de la publication du résultat de l'Offre, le nombre de BSAR 1 et/ou de BSAR 2 qu'il détiendra lui permettant d'atteindre 51 % du capital de Belvédère (réserve étant faite des 389 085 BSAR 2 devant être transférées à titre d'indemnité d'immobilisation).

Pour le surplus, l'Offre ne devrait pas avoir de conséquence particulière sur les porteurs de BSAR 2.

1.3 MODALITES DE L'OFFRE

1.3.1 Engagement de l'Initiateur

L'Initiateur s'est engagé irrévocablement à acquérir la totalité des actions cotées sous le numéro de code ISIN FR0000060873 qui lui seront présentées, au prix de 170 € par action, et la totalité des BSAR 1 émis par Belvédère (code ISIN FR0010134247), au prix de 100 € par BSAR 1.

Conformément aux dispositions de l'article 234-2 alinéa 2 du Règlement Général de l'AMF, la présente Offre est faite sans condition d'obtention par l'Initiateur d'un nombre minimal d'actions ou de BSAR 1.

En application des dispositions de l'article 231-14 du Règlement Général de l'AMF, CIC Vizille Capital Finance garantit le caractère irrévocable des engagements pris par AHL dans le cadre de l'Offre.

L'Offre porte donc :

■ sur **854 401** actions

Il est à noter à cet égard que seules les actions cessibles sont visées par l'Offre, soit 2 040 000 actions (cotées sous le numéro de code ISIN FR0000060873-BVD) sur 2.498.335.

Cependant, 525.222 actions cessibles sont déjà détenues par les différentes sociétés du Groupe CLF, qui les conserveront.

Par ailleurs, les membres des Familles Rouvroy et Trylinski n'apporteront aucune de leurs 660 377 actions pendant la durée de l'Offre, selon les termes de la convention du 6 mars 2006 et de son avenant en date du 21 juin 2006.

Le nombre maximum d'actions Belvédère susceptibles d'être apportées à l'Offre s'élève donc à 854.401

actions, soit environ 34,20 % du capital et 27,86 % des droits de vote de Belvédère (sur la base des chiffres figurant dans la note d'opération visée par l'AMF sous le numéro 06-068 du 9 mars 2006 et en tenant compte des BSAR dont l'exercice a été constaté par Belvédère lors de son conseil d'administration du 9 mai 2006 et sur la base du nombre de droits de votes au 13 avril, tels que déclarés par Belvédère (BALO du 5 mai 2006)).

■ 437 219 BSAR 1

Il est à noter à cet égard que 620.899 BSAR 1 émises par Belvédère sont actuellement en circulation, 183.680 BSAR 1 étant détenus par les sociétés du Groupe CLF, qui vont les conserver. Les 5 569 BSAR 1 détenus par les familles Rouvroy et Trylinski seront apportés à l'offre.

Le nombre maximum de BSAR 1 Belvédère susceptibles d'être apportées à l'Offre s'élève donc à **437 219 BSAR 1**.

■ et le cas échéant sur toutes les actions qui pourraient être émises d'ici la clôture de l'Offre, le cas échéant par l'exercice de BSAR 1 (le nombre des BSAR 1 exercées augmentant le nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre mais réduisant corrélativement celui des BSAR 1 susceptibles de l'être) et/ou de stock-options.

Si Belvédère en effet a émis des OBSAR, cette société n'a émis aucun titre de capital, ni aucun instrument financier donnant accès à son capital ou droits de vote et qui soit actuellement cessible, autres que les actions cotées sous le numéro de code ISIN FR0000060873 et les BSAR 1 Belvédère.

En revanche, au 23 juin 2006, des stock-options sont toujours en vigueur, donnant droit à 5.079 actions au bénéfice de salariés (non dirigeants) pour un prix unitaire de souscription ou d'achat des actions à la somme de 13,47 €. A cet égard, il peut être noté que le Conseil d'administration de Belvédère du 26 janvier 2006 a constaté qu'entre le 23 février 2005 et le 31 décembre 2005, des stock-options avaient été exercés pour un montant total de 45.632,88 € (nominal et prime d'émission).

S'agissant des Obligations 1 émises conformément à la note d'opération visée par l'AMF sous le numéro 04-884 le 10 novembre 2004, il convient de souligner que l'Assemblée Générale des obligataires de Belvédère tenue le 15 décembre 2005 a autorisé le représentant de la masse des obligataires à donner la mainlevée du gage espèces qui portait sur les fonds obtenus de l'émission, pour permettre le rachat de leurs obligations aux obligataires le souhaitant. L'Assemblée Générale des obligataires de Belvédère en date du 21 mars 2006 a autorisé le remboursement anticipé immédiat de l'intégralité des obligations restant en circulation et, sous condition du remboursement de l'intégralité des Obligations 1, donné mainlevée des autres garanties de l'emprunt encore en vigueur. Le règlement est intervenu le 22 mars 2006 et la mainlevée des garanties correspondantes a été donnée le même jour. S'agissant des BSAR 1 également émises conformément à la note d'opération susvisée, ces derniers ont les caractéristiques suivantes :

■ à chaque obligation sont attachés 15 BSAR 1 (621 300 BSAR 1 ont été émis à l'origine) ;

■ un BSAR 1 permet de souscrire (sous réserve des ajustements prévus, étant précisé que, compte tenu de l'ajustement de la parité d'exercice des BSAR 1 consécutive des opérations réalisées sur le capital depuis leur émission et notamment de l'émission des OBSAR 2, la parité est actuellement de 1,10 action pour un BSAR 1 (BALO du 10 avril 2006)) une (1) action nouvelle de Belvédère au prix de 85 € libérable en espèces ;

■ pour chaque exercice de dix BSAR 1, les porteurs pouvaient libérer leur souscription de 850 € (10 x 85 €) par remise d'une (1) obligation d'un nominal de 845 € rendue liquide et exigible à cet effet et verser



une soultte en espèces de 5 € (étant précisé qu'à la date des présentes, toutes les obligataires ont été remboursés) ; et

■ les BSAR 1 peuvent être exercés du 17 décembre 2004 au 17 décembre 2011, suite à quoi les BSAR qui n'auront pas été exercés deviendront caducs.

Belvédère pouvait, à son seul gré, procéder à tout moment, à compter du 17 juin 2005 jusqu'à la fin de la période d'exercice, au remboursement anticipé de la totalité des BSAR restant en circulation au prix unitaire de 0,01 € si la moyenne arithmétique, calculée sur dix jours de consécutifs au cours desquels l'action Belvédère était cotée, choisis par la société parmi les vingt jours de bourse qui précédaient la date de publication de l'avis de remboursement anticipé, des produits (1) du cours de clôture de l'action Belvédère sur le Nouveau marché d'Euronext Paris S.A. et (2) de la parité d'exercice en vigueur à chacune des dates excédait 119 €.

Néanmoins, l'Assemblée Générale des Actionnaires de Belvédère tenue le 3 mars 2006 a renoncé à la clause de remboursement anticipé desdits BSAR 1 et l'Assemblée Générale des porteurs de BSAR 1 en date du 21 mars 2006 a donné son accord à la décision de Belvédère de renoncer à cette clause.

Les porteurs peuvent, à leur seul gré, demander à Belvédère le remboursement des BSAR non exercés pendant une période de deux mois à compter de l'expiration de la période d'exercice au prix unitaire de 0,01 €.

L'Offre ne porte ni sur les obligations subordonnées émises conformément aux termes de la note d'opération visée par l'AMF sous le numéro 06-068 le 9 mars 2006 ni sur les BSAR 2 de Belvédère assortissant ces obligations ni sur les actions résultant de l'exercice desdits BSAR 2, ces derniers étant inaccessibles jusqu'au lendemain de la clôture de l'Offre et le 31 août 2006 au plus tard.

1.3.2 Attestation d'équité émise par Detroyat Associés le 18 avril 2006

« Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat que Angostura Holdings Ltd a décidé de déposer sur les actions et sur les bons de souscription d'actions remboursables (BSAR ⁽¹⁾) Belvédère, aux prix de 170 € par action et de 100 € par BSAR, Detroyat Associés a été chargé, en qualité d'Expert indépendant mandaté par Angostura Holdings Ltd, de se prononcer sur le caractère équitable du prix proposé pour les actions par rapport à celui proposé pour les BSAR.

Les présents travaux font suite à une première mission, achevée en décembre 2005, qui s'inscrivait dans le contexte d'un projet d'Offre Publique d'Achat devant être initiée par Angostura Holdings Ltd sur Belvédère aux prix de 131 € par action et de 100 € par BSAR Belvédère. Le rapport établi au 15 décembre 2005 et rendu public par Belvédère via son site internet, concluait que, « bien que généreux en valeur absolue, le prix offert par Angostura Holdings Ltd par action ordinaire Belvédère présente une prime inférieure à celle offerte aux porteurs de BSAR. De ce fait, ce prix n'est pas équitable pour les porteurs d'actions Belvédère. »

Pour réaliser nos travaux, nous nous sommes notamment appuyés sur notre connaissance de Marie Brizard et Roger International, du secteur de la vodka et des vins, ainsi que des marchés français et polonais. Nous avons disposé des comptes consolidés ainsi que des comptes semestriels à fin juin 2005 de Belvédère en normes IFRS, ainsi que de ceux de Marie Brizard et Roger International, et enfin des plans à moyen terme présentés par les managements des deux sociétés, que nous avons rencontrés.

CONTEXTE DE L'OPÉRATION

Lors de nos précédents travaux, nous avons souligné que Belvédère était confronté à un questionnement sur son orientation stratégique depuis l'échec de la reprise de Bialystok. Le 16 décembre 2005, la société a signé un accord d'exclusivité jusqu'au 15 avril 2006 avec Spirit Investments SA relatif à l'acquisition de Duke Street Capital France 2, société holding détenant 69,3 % du capital de la société Marie Brizard et Roger International. Il s'agit là d'une opération majeure pour Belvédère, qui modifie profondément son profil et lui permet de diversifier son activité, précédemment essentiellement centrée sur la vodka en Pologne.

Afin de financer l'acquisition de Marie Brizard et Roger International, Belvédère a procédé, en mars 2006, à une émission d'OBSAR de 160 M€ avec cotation du droit préférentiel de souscription. Le solde du prix d'acquisition, dont le montant total dépendra du taux de réussite de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée que Belvédère va lancer sur le solde du capital de Marie Brizard et Roger International, sera financé par de la dette bancaire.

Le conglomérat CL Financial a participé à l'émission d'OBSAR de mars 2006, et a exercé une partie des BSAR

qu'il a reçus à cette occasion. De ce fait, et avant exercice des BSAR associés à l'émission d'OBSAR intervenue en 2004 (ci-après dénommés BSAR 1 par opposition aux BSAR 2 correspondants à ceux associés à l'émission d'OBSAR intervenue en mars 2006), le groupe CL Financial (directement et via ses filiales World Brands, Angostura, Colonial Life et Angostura Holdings Ltd) détient 39,35 % du capital de Belvédère au 18 avril 2006 (représentant 32,05 % des droits de vote).

L'Offre Publique d'Achat initiée par Angostura Holdings sur les actions et les BSAR 1 Belvédère intervient postérieurement à l'achat, par cette dernière, de 69,3 % du capital de Marie Brizard et Roger International. Les présents travaux d'évaluation tiennent donc compte de cette acquisition ainsi que des synergies que son intégration va permettre.

II PLANS A MOYEN TERME

Du fait de la modification récente du périmètre des activités de Belvédère, nous sommes conduits à analyser séparément le business plan établi par le management de Belvédère, de celui du management de Marie Brizard et Roger International, et des synergies attendues de l'intégration de cette dernière dans Belvédère.

II.1 Belvédère

Le business plan, mis à jour pour tenir compte de l'échec de l'acquisition de Bialystok, a été établi après réalisation d'une étude stratégique sur le marché de la vodka en Pologne. Nous approuvons les hypothèses retenues, que nous jugeons réalistes.

En Pologne, les nouvelles prévisions intègrent un recul tendanciel du marché, et, pour Belvédère, une diminution des volumes vendus associée à une légère augmentation des prix de vente, aboutissant, sur la base d'une hypothèse de stabilité des droits d'accise par col, à une progression modérée du chiffre d'affaires net sur la période. La maîtrise des charges d'exploitation, attendues en recul à l'exception des dépenses de promotion rendues nécessaires par l'objectif de montée en gamme des consommateurs et de maintien de la part de marché globale, permet à la société d'anticiper une nette amélioration de sa marge d'EBITDA entre 2005 et 2008.

Les prévisions consolidées de Belvédère intègrent d'autre part le développement des ventes de vin en Bulgarie, ainsi que le lancement de « Sobieski Estate Vodka » sur le marché nord-américain. Sur ces bases, la croissance du chiffre d'affaires est attendue à près de 5 % par an en moyenne de 2005 à 2008, avec sur la période une forte amélioration de la marge d'EBITDA, qui en 2008 serait portée à 17 % du chiffre d'affaires net (contre près de 12 % en 2005).

Afin de disposer d'un horizon comparable à celui du business plan de Marie Brizard et Roger International, le plan à moyen terme de Belvédère a été prolongé jusqu'en 2010 par les conseils de Belvédère avec l'accord de son management ; il fait apparaître une croissance annuelle de 2 % du chiffre d'affaires net, et la poursuite de l'amélioration des marges, vers une marge d'EBITDA cible de 20 %, qui reste toutefois inférieure aux marges dont bénéficierait aujourd'hui les grands groupes internationaux de spiritueux. Dans l'ensemble, ces hypothèses se traduisent par le doublement de l'EBITDA de 2005 à 2010.

II.2 Marie Brizard et Roger International

Le business plan retenu est celui établi par le management de Marie Brizard et Roger International, qui a servi de base aux travaux de Vizille Capital Finance, qui intervient en qualité d'Evaluateur, comme à ceux de Detroyat Associés, Expert indépendant agréé par l'Autorité des marchés financiers dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée que Belvédère doit mettre en oeuvre sur les actions Marie Brizard et Roger International qu'il ne détient pas à l'issue de l'acquisition de 69,3 % de son capital. Nous en rappelons les principales hypothèses :

■ une croissance modérée du chiffre d'affaires, les progressions de ventes de Pulco et de liqueurs et spiritueux étant partiellement compensées par le recul des ventes de vins ;

■ une relative stabilité de la marge d'EBITDA, l'amélioration de la marge brute engendrée par l'évolution du mix produit étant compensée par la progression des dépenses de communication et de marketing ;

■ une baisse des investissements, aboutissant à une amélioration de la marge d'EBIT et du ROCE de 2005 à 2010.

II.3 Synergies

Le management de Belvédère nous a fourni une étude sur les synergies de chiffre d'affaires qui vont résulter du croisement des offres en Pologne et en France, ainsi que sur les économies engendrées par l'amélioration des capacités de négociation sur certains achats. Compte tenu des délais nécessaires à leur réalisation, les synergies prévues s'élèvent à 4,8 M€ en 2007 et 9,6 M€ à compter de 2008.

III EVALUATION DE BELVEDERE

Nous avons écarté les méthodes suivantes :

■ le rendement (actualisation du dividende) : il n'est pas représentatif de la totalité des flux générés par l'activité, et son niveau dépend de la politique fixée par les action-



(1) Les BSAR visés par l'offre correspondent à ceux émis en 2004. L'offre de Angostura Holdings Ltd ne porte pas sur les BSAR émis à l'occasion de l'émission d'OBSAR intervenue en mars 2006.



naires dirigeants. L'actualisation des flux de trésorerie mise en œuvre ci-après permet de tenir compte de l'intégralité de la capacité distributrice de la société.

■ l'actif net comptable, qui n'intègre les différents actifs de la société qu'à leur valeur historique, sans tenir compte de sa capacité bénéficiaire, ni de son potentiel de croissance ni, dans le cas précis, de l'acquisition de Marie Brizard et Roger International. A titre d'information, au 31/12/2005, l'actif net consolidé de Belvédère s'établissait à 59,9 M€, soit 29,3 € par action.

■ l'actif net réévalué : Belvédère est une société industrielle, dont la valeur ne réside pas uniquement dans les sites de production, mais intègre le potentiel de ses marques et de ses parts de marchés, éléments qui sont globalement pris en compte par l'actualisation des flux de trésorerie.

■ la référence à l'augmentation de capital intervenue en avril 2005, pour un prix unitaire (tenant compte de la valeur du droit préférentiel de souscription) de 100,5 €. Cette augmentation de capital avait pour objet de contribuer au financement de l'acquisition de Bialystok. Par ailleurs, les informations disponibles alors ne permettaient en rien d'anticiper le rachat de Marie Brizard et Roger International, qui modifie en profondeur le champ d'activité et le volume d'affaire de Belvédère. Nous considérons, en conséquence, que cette transaction n'est pas représentative de la valeur actuelle de Belvédère.

Les critères d'évaluation que nous retenons pour apprécier la valeur de l'action Belvédère sont : le cours de bourse, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, les comparaisons boursières et les transactions comparables.

Nos travaux tiennent compte d'une participation de 69,3 % dans Marie Brizard et Roger International.

Le nombre d'actions Belvédère retenu s'élève à 3 185 760, soit le nombre actuel d'actions (2 039 990) dilué de l'exercice :

- des stock options (5 050 titres) ;
- des BSAR émis en 2004 sur la base d'une parité de 1,1 et d'un prix d'exercice de 85 € par BSAR (683 000 titres) ;
- des BSAR émis en 2006 et exercés par CL Financial avant le lancement de la présente offre (457 720).

III.1 Cours de bourse

Compte tenu de l'impact très important de l'acquisition de Marie Brizard et Roger International sur l'activité et le profil de Belvédère, nous considérons que seuls des cours postérieurs à son annonce (le 21/12/2005) doivent être retenus.

Par ailleurs la publication du prospectus relatif à l'émission d'OBSAR le 13/03/2006 a relancé la spéculation sur les conditions de l'offre devant être initiée par CL Financial, via sa filiale Angostura Holdings Ltd, sur les actions Belvédère, comme l'indique l'importance des transactions de la séance du 13/03/2006, 181 112 actions, soit 50 fois plus que la moyenne quotidienne constatée du 21/12/2005 au 10/03/2006.

Le tableau ci-après présente les différentes moyennes (pondérées par les volumes) des cours de clôture de Belvédère sur la période allant du 21/12/2005 au 13/03/2006. Il convient de souligner que ces cours ont fait l'objet d'un ajustement par Euronext afin de tenir

compte du détachement du droit préférentiel de souscription survenu le 15 mars 2006.

Au 10/03/2006	Moyenne pondérée	+ haut	+ bas
Dernier	137,4	137,4	136,5
1 mois	137,0	138,6	128,9
2 mois	137,2	143,5	128,9
depuis le 21/12/2005	127,6	143,5	113,7

Source : Euronext

Nous considérons que la moyenne, pondérée par les volumes, sur la totalité de cette période (57 jours de cotation), soit 127,6 €, reflète l'appréciation par le marché de la valeur de Belvédère dans son nouveau périmètre, avant prise en compte de la spéculation.

III.2 Actualisation des flux de trésorerie disponibles

Les éléments prévisionnels correspondent aux plans à moyen terme 2006-2010 présentés au chapitre II du présent rapport. Compte tenu du caractère spécifique de l'activité de Belvédère, et notamment de l'importance du marché polonais sur ses performances, et enfin des écarts de taux d'impôt sur les sociétés entre la France et la Pologne, nous avons procédé à l'évaluation séparée de Belvédère et de la quote-part détenue dans Marie Brizard et Roger International.

Les principales hypothèses retenues sont les suivantes

■ taux d'impôt de 19 % en Pologne et de 34,43 % en France ;

■ valeur terminale déterminée sur la base du flux 2010, d'une croissance à l'infini de 2 % et d'un maintien des marges d'exploitations attendues en 2010 ;

■ synergies prises en compte intégralement au profit de Belvédère, mais fiscalisées en France (au delà de l'utilisation du report déficitaire de la société).

Le coût moyen pondéré du capital a été déterminé sur la base des éléments complémentaires suivants :

■ moyenne trois mois du rendement de l'OAT 10 ans soit 3,44 %, augmentée, pour Belvédère seul, de 0,80 % soit le spread estimé sur la base de la note long terme de la dette publique polonaise (source : A. Damodaran – Janvier 2006) ;

■ bêta désendetté de 0,71 correspondant au bêta moyen pour un échantillon de sociétés du secteur des boissons (CEDC, Rémy Cointreau, Pernod Ricard, Diageo, Constellation Brands, Belvédère, Davide Campari, Baron de Ley, CCHBC, LVMH) calculé à partir de nos propres bases de données ;

■ moyenne trois mois de la prime de risque ajustée en fonction de la taille de la société, post acquisition de Marie Brizard et Roger International, sur la base des formules publiées mensuellement par Détroyat Associés dans le Produit d'Analyse de Risques (PAR), soit 6,61 % ;

■ ratio d'endettement / valeur de marché des fonds propres de 25 %, soit la moyenne constatée sur l'échantillon retenu pour déterminer le bêta ;

■ le coût de la dette tient compte des conditions de refinancement envisagées à la date de nos travaux.

Au final, le coût moyen pondéré du capital s'établit à 7,93 % pour les activités correspondant au périmètre de Marie Brizard et Roger International, et à 8,72 % pour celles correspondant au périmètre de Belvédère.

Par application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles, la valeur de l'action Belvédère s'établit à **134,5 €**.

III.3 Comparaisons boursières

Nous avons constitué un échantillon composé des sociétés suivantes : CEDC, Pernod Ricard, Rémy Cointreau, Diageo, Davide Campari, Constellation Brands, Coca Cola Hellenic Bottling Company (boissons sans alcool) et Baron de Ley (vins). A l'exception de CEDC, société spécialisée dans la production et la commercialisation de vodka en Pologne, cet échantillon correspond à celui que nous avons retenu en tant qu'Expert Indépendant dans le cadre de notre attestation d'équité

émise sur le prix offert par Belvédère aux actionnaires minoritaires de Marie Brizard et Roger International.

Les écarts de taille entre les différentes sociétés qui entrent dans la composition de cet échantillon et Belvédère (y compris sa quote-part de 69,3 % dans Marie Brizard et Roger International) ont été retraités en appliquant les données publiées mensuellement par Détroyat Associés dans le Produit d'Analyse de Risques (PAR).

Nous avons retenu les multiples de valeur d'entreprise ramenée à l'EBITDA et à l'EBIT, ainsi que les multiples de capitalisation boursière ramenée au résultat net et à la capacité d'autofinancement.

L'exercice 2005 est marqué par plusieurs éléments non récurrents pour Belvédère, aboutissant à une perte nette de 1,2 M€. En conséquence, nous avons retenu les seuls exercices 2006 et 2007, en consolidant Belvédère et Marie Brizard et Roger International, et en intégrant les synergies.

La valeur de l'action Belvédère s'établit à 123,7 € sur la base des prévisions 2006 (dans une fourchette allant de 111,11 € à 144,3 €), et à 128,3 € sur celles des prévisions 2007 (dans une fourchette allant de 122,3 € à 133,5 €), soit une moyenne à **126,0 €**.

III.4 Transactions comparables

Nous avons constitué un échantillon de 4 transactions qui ont porté sur des sociétés dont l'activité est, pour partie au moins, comparable à celle de Belvédère dans son nouveau périmètre :

■ l'acquisition de Marie Brizard et Roger International par Belvédère en avril 2006 ;

■ l'acquisition des liqueurs Bols par ABN Amro Capital en mars 2006 ;

■ l'acquisition de la vodka Bols par CEDC en août 2005 ;

■ l'acquisition de Barbero 1891 par Davide Campari en décembre 2003.

Nous ne retenons pas l'acquisition de Bialystok par CEDC compte tenu de la difficulté à obtenir des multiples fiables sur la base des informations publiques.

Afin de tenir compte des perspectives de développement de Belvédère, nous avons appliqué les multiples moyens de cet échantillon (VE / EBITDA et VE / EBIT) aux agrégats combinés de 2006 et 2007 avec prise en compte des synergies. Les résultats obtenus ont ensuite été ramenés en valeur présente.

La valeur de l'action Belvédère ressort ainsi à 112,7 € en fonction des prévisions 2006 et à 129,1 € en fonction des prévisions 2007, soit à **120,9 €** en moyenne.

III.5 Synthèse Valeur de l'action Belvédère

La valeur de l'action Belvédère ressort à :

- 127,6 € en référence à son cours de bourse ;
- 134,5 € sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles ;
- 126,0 € par l'application des comparaisons boursières ;
- 120,9 € par l'application des transactions comparables.

Soit une valeur moyenne de **127,3 €**

IV EVALUATION DU BSAR BELVEDERE

A la date de nos travaux, il reste 620 909 BSAR sur les 621 300 émis à l'occasion de l'émission des OBSAR en décembre 2004. Leurs caractéristiques sont les suivantes :

■ compte tenu du détachement du Droit Préférentiel de Souscription lors de l'émission de l'OBSAR de mars 2006, chaque BSAR donne droit, contre paiement de 85 €, à 1,1 action Belvédère ;

■ chaque BSAR est exerçable à tout moment du 10/04/2006 au 17/12/2011 ;

■ l'Assemblée Générale des porteurs de BSAR Belvédère réunie le 21/03/2006 a confirmé la décision de Belvédère de renoncer à la clause de remboursement anticipé des BSAR.



IV.1 Cours de bourse du BSAR

Au cours des derniers mois, le cours du BSAR a connu des évolutions heurtées :

■ un recul de 13 % le 21/12/2005 à 85 €, à la suite de l'annonce du report de l'Offre Publique d'Achat projetée par Angostura Holdings Ltd ;

■ une certaine instabilité du 22/12/05 au 02/01/06, le cours de clôture du BSAR oscillant entre 80,9 € et 89,5 € ;

■ une montée brutale à 92 € le 03/01/2006 (+ 11 %) ;

■ une stabilisation aux alentours de 90 € jusqu'au 01/03/2006 ;

■ une nouvelle période d'instabilité jusqu'au 13/03/06, le cours de clôture oscillant entre 90 € et 97,3 € ;

■ depuis le 13/03/2006, date de publication du prospectus d'émission de l'OBSAR qui détaille les intentions générales de CL Financial, une relative stabilité autour de 98 €.

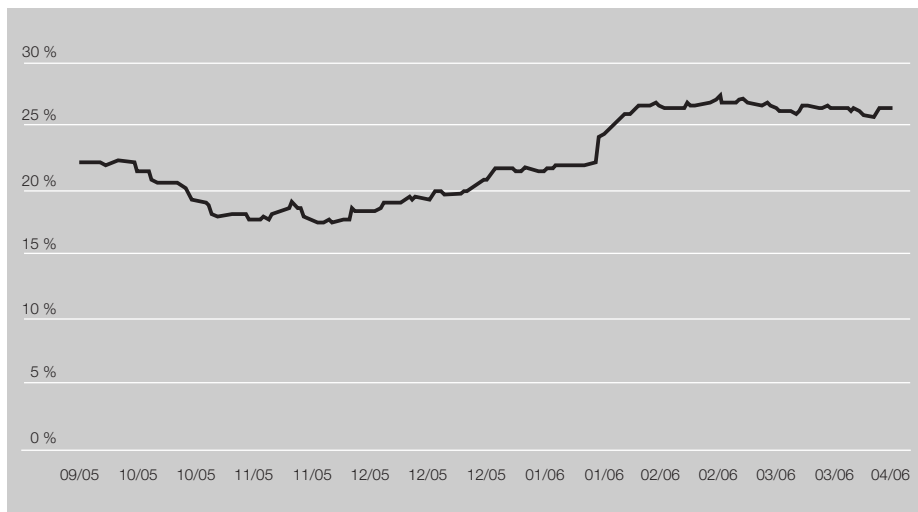
Ces évolutions reflètent essentiellement les spéculations sur les conditions de l'offre.

IV.2 Volatilité de l'action Belvédère

Depuis les annonces intervenues à la fin du mois de septembre 2005, et du fait de ces annonces, la volatilité du cours de bourse de Belvédère est très sensiblement réduite. Afin de retenir une volatilité qui corresponde mieux au profil du titre, nous retenons la date du 23/09/2005, dernier jour de cotation précédant la communication par CL Financial du principe et des prix du premier projet d'offre, comme date butoir.

A cette date, les volatilités s'établissent à 24,5 % sur un mois, 24,4 % sur 3 mois.

Le graphique ci-après présente, pour un échantillon de sociétés françaises du secteur des alcools, vins et spiritueux, l'évolution de la volatilité moyenne sur 3 mois :



La volatilité moyenne, calculée sur les trois derniers mois de cotation, tend vers 25 %. Nous retenons ce niveau pour l'évaluation du BSAR Belvédère.

Il est intéressant de noter que, lors de l'émission d'OBSAR de mars 2006, les volatilités retenues pour déterminer la valeur du BSAR s'inscrivaient dans une fourchette de 20 % à 30 %, soit un niveau moyen qui confirme notre choix.

IV.3 Valeur théorique du BSAR

A l'instar de nos précédents travaux, nous avons repris le modèle binomial de Cox, Ross et Rubinstein, avec prise en compte du dividende et de la dilution, selon l'approche présentée par John C. Hull dans le cadre de l'évaluation d'un BSA.

Les principaux paramètres, en plus de ceux détaillés plus haut, sont présentés ci-après :

■ Date de calcul : 14/04/2006 ;

■ Date d'échéance : 17/12/2011 ;

■ Valeur de Belvédère correspondant à la moyenne arithmétique des quatre méthodes d'évaluation retenues ;

■ Prix d'exercice : 85 € ;

■ Nombre d'actions ordinaires existantes : 2 502 760, soit le nombre d'actions ordinaires dilué des stock options et après exercice par Angostura Holdings Ltd de 457 720 BSAR émis dans le cadre de l'OBSAR de mars 2006 ;

■ Nombre de BSAR : 620 909 ;

■ Nombre d'actions créées par l'exercice des BSAR : 683 000 ;

■ Taux sans risque annualisé ajusté de la durée de l'option : 3,51 % ;

■ Rendement net estimé sur la base d'un dividende 2005 de 1,00 € par action ;

■ Taux repo : 2.00 %.

Sur ces bases, compte tenu de la parité de 1,1 et d'une volatilité de 25 %, la valeur théorique du BSAR Belvédère s'établit à 57,1 €.

CONCLUSION

Au prix offert par action Belvédère, soit 170 €, correspond, à prime identique, un prix de 100 € par BSAR.

En conséquence, les prix de 170 € par action Belvédère et de 100 € par BSAR « 1 » Belvédère sont homogènes et satisfont l'exigence d'équité que doit respecter l'offre de Angostura Holdings Ltd.

Paris, le 18 avril 2006

DETROYAT ASSOCIES »

COMPLEMENT A L'ATTESTATION D'EQUITE ETABLIE LE 18 AVRIL 2006

Compte tenu de la relative ancienneté de nos travaux à la date de dépôt effectif de l'offre, une attestation com-

plémentaire est nécessaire pour déterminer si, depuis le 18 avril 2006, des événements sont survenus susceptibles d'affecter significativement la situation financière, l'activité ou la valorisation de Belvédère ou de ses filiales, et apprécier les conséquences qu'ils auraient eues, s'ils avaient été connus au 18 avril 2006, sur le caractère équitable du prix de 170 € par action par rapport au prix de 100 € par BSAR.

EVENEMENTS SURVENUS DEPUIS LE 18 AVRIL 2006

Les dirigeants de Belvédère nous ont indiqué trois éléments significatifs inconnus il y a trois mois :

Mise en œuvre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions Marie Brizard et Roger International Nos travaux du 18/04/2006 tenaient compte d'une participation de 69,3 % dans Marie Brizard et Roger International. L'acquisition du solde du capital a un impact relatif marginal sur la valeur (correspondant à la moyenne des quatre méthodes mises en œuvre) de la société Belvédère, de l'ordre de 1,5 %.

Conclusion de la négociation du refinancement de la dette Nos travaux tenaient compte, pour le coût de la dette, des conditions de refinancement telles qu'elles étaient envisagées. La prise en compte des conditions réelles a un impact légèrement défavorable, et aboutit à une baisse de 0,2 % de la valeur moyenne de Belvédère.

Acquisition de la marque et des stocks de la vodka Danzka Le 23 mai 2006, Belvédère a annoncé l'acquisition de la vodka haut de gamme Danzka. La direction de Belvédère nous a communiqué la marge dégagée par caisse, ainsi que ses prévisions de croissance des ventes, de 10 % par an en moyenne de 2005 à 2008. Sur ces bases, l'impact de l'acquisition de Danzka est relatif, avec une augmentation de 2,7 % de la valeur de Belvédère.

Nous nous sommes assurés auprès des dirigeants de Belvédère qu'en dehors de ces événements, aucun autre élément nouveau n'était survenu susceptible de modifier notre appréciation sur le caractère équitable du prix de 170 € par action par rapport au prix de 100 € par BSAR.

Au total, ces éléments cumulés, s'ils avaient été connus au 18/04/2006, auraient abouti à une valeur intrinsèque de l'action Belvédère de 131,7 :

■ cours de bourse : 127,6 € ;

■ actualisation des flux de trésorerie disponibles : 139,3 € ;

■ comparaisons boursières : 134,5 € ;

■ transactions comparables : 125,4 €.

En conservant les autres paramètres d'évaluation du BSAR inchangés, sa valeur théorique ressort à 61,5 €.

Les primes offertes sont de 38,3 € par action et de 38,5 € par BSAR Belvédère.

CONCLUSION

En conséquence, les prix de 170 € par action et de 100 € par BSAR Belvédère sont homogènes et satisfont l'exigence d'équité que doit respecter l'offre de Angostura Holdings Ltd.

Paris, le 21 juillet 2006

DETROYAT ASSOCIES

1.4 CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

L'Offre a fait l'objet d'un avis de dépôt publié par l'Autorité des marchés financiers en date du 19 juillet 2006 sous le n°206C1468. L'AMF a déclaré ce projet recevable le 25 juillet 2006 (avis de recevabilité n° 206C1528 en date du 26 juillet 2006). Un avis d'ouverture sera publié par l'AMF et un calendrier sera publié par Euronext Paris. La cotation de l'action de Belvédère a été suspendue du 13 avril 2006 au 25 juillet 2006 inclus.

L'Offre est valable du 28 juillet 2006 au 31 août 2006 inclus, soit 25 jours de négociation.

Les actionnaires de Belvédère ou titulaires de BSAR 1 qui souhaiteraient présenter leurs actions et/ou leurs BSAR cessibles à l'Offre dans les conditions proposées dans la présente note devront remettre à leur intermédiaire financier (établissement de crédit ou entreprise d'investissement) un ordre de vente suivant le modèle tenu à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le dernier jour de l'Offre, soit le 31 août 2006. Cet intermédiaire financier transférera les actions Belvédère cédées et/ou les BSAR 1 au compte d'Euronext Paris.

Les actions Belvédère inscrites au nominatif pur devront être converties au nominatif administré pour être présentées à l'Offre. En cas de succès de l'Offre, Euronext Paris transférera à l'établissement chargé du service financier les actions en vue de leur conversion au porteur pour qu'elles puissent être ensuite transférées à l'Initiateur. Il est rappelé que la conversion d'actions nominatives au porteur par leur titulaire avant la clôture de l'Offre entraînera pour les actionnaires concernés la perte des avantages liés à la

détention de leurs titres sous la forme nominative, y compris en ce qui concerne l'attribution éventuelle de droits de vote double, et ce quand bien même l'Offre ne connaîtrait pas une suite positive.

Les actions et BSAR 1 Belvédère présentés à l'Offre devront être détenues en pleine propriété, être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de propriété.

Le transfert de propriété des actions et BSAR 1 de Belvédère apportées à l'Offre interviendra à la date du règlement – livraison, tous les droits qui y sont attachés, y compris le dividende attaché aux actions, étant transférés à cette date à l'Initiateur.

Il est précisé qu'aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de l'apport jusqu'à la date de règlement des fonds et la livraison des titres, qui interviendront conformément au calendrier qui sera fixé par Euronext Paris.

Pendant la durée de l'Offre, conformément à l'article 231-8 du Règlement Général de l'AMF, tous les ordres portant sur les actions et BSAR 1 Belvédère devront être exécutés sur le marché réglementé sur lequel ils sont admis.

Le règlement des opérations se fera après réalisation des opérations de centralisation par Euronext Paris.

L'enregistrement de tout contrat optionnel auprès d'Euronext Paris est interdit jusqu'à la clôture de l'Offre.

Les ordres de présentation à l'Offre pourront être révoqués à tout moment jusqu'au jour de clôture de l'Offre inclus. Ces ordres de présentation seraient par ailleurs nuls et non avenue sans qu'aucune indemnité ni qu'aucun intérêt ne soit dû en cas d'ouverture d'une offre publique concurrente ou surenchère portant sur les titres de Belvédère. Dans ce dernier cas, il appartiendrait aux actionnaires ou titulaires de BSAR 1 qui le souhaitent de passer un nouvel ordre afin de participer à l'Offre, si celle-ci était maintenue.

Dans la mesure et pour autant que la loi et la réglementation en vigueur l'y autorise, l'Initiateur et les sociétés du Groupe CLF se réservent le droit de se porter acquéreur sur le marché pendant la période d'Offre de toute quantité d'actions et/ou de BSAR 1 offerts à la vente, à un prix n'excédant pas celui de l'Offre.

1.5 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

L'Offre est ouverte du 28 juillet 2006 au 31 août 2006 inclus, soit 25 jours de négociation.

Calendrier indicatif :

18 juillet 2006 : Dépôt de l'Offre auprès de l'AMF

25 juillet 2006 : Recevabilité de l'Offre par l'AMF

25 juillet 2006 : Visa de l'AMF

28 juillet 2006 : Ouverture de l'Offre

31 août 2006 : Clôture de l'Offre

13 septembre 2006 : Résultat de l'Offre

22 septembre 2006 : Règlement – livraison

1.6 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE À L'ÉTRANGER

L'Offre sur les titres Belvédère est faite exclusivement en France. La note d'information et le présent résumé ne sont pas destinés à être diffusés dans les pays autres que la France.

1.7 RÉOUVERTURE DE L'OFFRE

AHL souhaitant maintenir la cotation de Belvédère postérieurement à l'Offre et n'envisage pas de demander la réouverture de l'Offre si elle lui confère plus de 2/3 du capital et des droits de vote de Belvédère.

1.8 POSITION DES ACTIONNAIRES DE BELVÈDÈRE ; CARACTÈRE AMICAL DE L'OFFRE ; ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SIGNIFICATIVE SUR L'ISSUE DE L'OFFRE

1.8.1 Position du Concert

Monsieur Jacques Rouvroy (Président - Directeur Général de Belvédère), Madame Danièle Rouvroy et la Société Financière du Vignoble, Monsieur Krzysztof Trylinski (Directeur Général Délégué de Belvédère) et Madame Elzbieta Trylinska, qui représentent ensemble 660.377 actions (soit 26,43 % du capital) et 1.230.554 (soit 40,12 %) des droits de vote (sur la base des informations figurant dans la note d'opération publiée de Belvédère au BALO du 9 mai 2006 et des droits de vote au 13 avril 2006 (BALO du 5 mai 2006)) considèrent l'Offre comme amicale, dès lors que cette dernière intervient dans le respect des conditions posées à l'article 2 de la convention qu'ils ont conclue avec diverses sociétés du Groupe CLF en date du 6 mars 2006, dont les termes sont rappelés dans la note d'information objet du présent résumé.

Cette convention en date du 6 mars 2006 a été amendée par un avenant conclu le 21 juin 2006 (Avis AMF n° 306C1277 du 28 juin 2006).

1.8.2 Pactes d'actionnaires

Les pactes d'actionnaires mentionnés ci-dessous figurent pour information, étant précisé qu'il y sera mis fin, pour le premier, dès que le membres du Concert constitué entre les membres des Familles Rouvroy et Trylinski détiendront ensemble moins de 20 % du capital et des droits de vote de Belvédère (l'Assemblée Générale des Obligataires du 15 décembre 2005 ayant autorisé la résiliation dudit pacte) et, pour le second, lorsque le Groupe CLF détiendra plus de 50 % du capital et des droits de vote.

a) *Pacte constitutif d'un concert entre les membres des Familles Rouvroy et Trylinski*

Monsieur Jacques Rouvroy, Madame Danièle Rouvroy, la société Financière du Vignoble, Monsieur Krzysztof Trylinski, et Madame Elzbieta Trylinska ont conclu le 20 décembre 1996 un pacte d'actionnaires constituant entre eux un concert. Madame Georgette Rouvroy, qui était initialement partie à ce pacte, a cédé à la Financière du Vignoble l'usufruit dont elle était détentrice sur des actions de Belvédère, le 30 décembre 1997. Ce pacte prévoit notamment :

- un droit de préférence sur les cessions de titres Belvédère, incluant les réalisations de gages de titres, entre les membres du Concert (article 1) ;

- un engagement de cession réciproque en cas d'absence d'exercice de droits préférentiels de souscription de Belvédère par lesdits membres (article 4).

b) *Pacte d'actionnaires du 25 février 2003*

Monsieur Jacques Rouvroy, Madame Danièle Rouvroy, la société Financière du Vignoble, Monsieur Krzysztof Trylinski, et Madame Elzbieta Trylinska ont conclu par ailleurs avec CLF un autre pacte d'actionnaires non constitutif d'un concert, le 25 février 2003, à l'occasion d'une prise de participation du Groupe CLF dans le capital de Belvédère. CL World Brands Limited a adhéré à ce pacte.

Ce pacte prévoit un droit de préférence sur les cessions de titres Belvédère incluant notamment les réalisations de gages de titres et les cessions de droits préférentiels de souscription (article 1).

c) *Avenant à ces deux pactes du mois de novembre 2004*

Par avenant en date des 8, 9 et 10 novembre 2004 intitulé « Avenant n° 1 aux Pactes

d'actionnaires du 25 février 2003 et du 20 décembre 1996 », les deux pactes sus-visés ont été amendés pour permettre, à l'occasion de l'émission par Belvédère des OBSAR 1, la fourniture de garanties sur les titres détenus par certains membres du Concert au profit de la masse des obligataires, ainsi que des cessions ou acquisitions de droits préférentiels de souscription auxdites OBSAR.

Les concertistes et les sociétés concernées du Groupe CLF, en présence de Belvédère et du gérant des pactes et teneur de comptes de Belvédère, ont convenu :

- d'exclure temporairement de l'application du droit de préférence les titres nantis dans le cadre des garanties accordées à l'occasion de l'émission d'OBSAR (article 1) ;

- une liberté de cession des Droit Préférentiel de Souscription appartenant aux parties au titre de l'émission d'OBSAR (article 2) ; et

- de ne modifier certaines dispositions des pactes visés ci-dessus qu'avec l'accord de la masse des obligataires (article 3).

Ainsi qu'il est mentionné ci-dessus au paragraphe 1.8.2 ci-dessus et sous les conditions qui y sont précisées, il sera mis fin à tous les pactes (y compris à leurs avenants).

1.9 FRAIS DE COURTAGE

Les frais et impôts dont seront redevables les vendeurs présentant leurs titres à l'Offre (frais de courtage, impôt de bourse) resteront à leur charge.

1.10 REGIME FISCAL DE L'OFFRE

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

1.11 MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OPERATION

Le coût de l'acquisition de la totalité des titres susceptibles d'être apportés à l'Offre, tels que décrits ci-dessus au paragraphe 1.2, représente :

- Pour les **854 401 actions** Belvédère susceptibles d'être apportées à l'Offre à un prix de **170 €** par action, **un montant total maximum de 145 248 170 €**.

- Pour les **437 219 BSAR 1** susceptibles d'être apportées à l'Offre, pour un prix de **100 €** par BSAR 1, **un montant total maximum de 43 721 900 €**.

- Il est rappelé pour mémoire que des actions supplémentaires sont susceptibles d'être émises et apportées d'ici la clôture de l'Offre en cas d'exercice de BSAR 1 et/ou sur le fondement des stock-options bénéficiant à certains salariés non dirigeants. Au 18 avril 2006, ces stock-options donnaient droit à 5.050 actions, nombre réajusté à 5.079 actions par le conseil d'administration de Belvédère tenu le 23 juin 2006, du fait de la décision prise par l'assemblée générale mixte du 23 juin 2006 de distribuer des réserves aux actionnaires à titre de dividendes.

L'opération, hors frais, est évaluée à un maximum de **188 970 070 €** et sera financée par AHL par prélèvement sur la trésorerie du Groupe CLF et par plusieurs emprunts, à long et à court terme. Les frais sont évalués en l'état à 3 millions d'euros environ et seront à la charge de l'initiateur. Le montant cumulé des frais relatifs à l'émission d'OBSAR d'avril 2006, de l'offre publique d'achat et de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, visant les actions de Marie Brizard & Roger International, représente un montant global de l'ordre de 4,8 millions d'euros à la charge de la société Belvédère.

CIC Vizille Capital Finance, en tant qu'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur et retranscrits dans l'Offre, une partie des engagements de cet établissement étant garantis par Crédit Suisse International. Dans ce cadre, le Groupe CLF a fourni à Crédit Suisse International diverses garanties et sûretés, dont le nantissement d'une partie des titres actuellement détenus par les sociétés du Groupe CLF et/ou qui seront apportés à l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.12 ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE PRESENTÉE PAR VIZILLE CAPITAL FINANCE AU 13 AVRIL 2006

1.12.1 Présentation de la démarche retenue pour cette appréciation

a) *Date retenue pour l'appréciation du prix offert*

Nous avons retenu comme date de référence pour l'établissement de l'appréciation du prix offert la date du 13 avril 2006, date à laquelle a été franchi le seuil du tiers du capital par le Groupe CL Financial en intégrant une détention de 69,3 % du capital de Marie Brizard et Roger International à cette date après l'acquisition du contrôle de la société Duke Street Capital France 2.

b) *Détermination du nombre d'actions*

Le nombre d'actions composant le capital social de la société est, avant prise en compte de l'exercice par les sociétés du Groupe CL Financial de 457.720 BSAR 2, de 2 039 990 actions. Ce nombre n'intègre pas les exercices d'options de souscription attribuées aux salariés.

i) Pour notre appréciation du prix d'Offre offert pour les actions, nous avons également pris en compte les actions potentielles résultant de l'exercice des 620.909 bons de souscription d'actions remboursables issus de la première émission d'obligations à bons de souscription remboursables (ci-après les OBSAR 1 et les BSAR 1) restant encore exerçables, soit un nombre d'actions supplémentaires de 683.000 actions compte tenu de l'ajustement de la parité d'exercice des BSAR 1 consécutive aux opérations réalisées sur le capital depuis leur émission et notamment de l'émission des OBSAR 2 (parité de 1,1 actions pour un BSAR 1).

En raison des conditions de l'Offre qui se situe largement au dessus du prix d'exercice des BSAR 1, nous avons considéré que les 620.909 BSAR 1 restants seraient tous exercés au prix unitaire de 85 € entraînant une augmentation de capital en numéraire d'un montant brut de 52 777 265 € et la création de 683 000 actions nouvelles potentielles.

ii) Nous avons pris en compte les BSAR 2 exercés par le Groupe CLF, soit un nombre de 457 720 BSAR 2 au prix unitaire d'exercice de 165 € donnant droit à 457 720 actions nouvelles. Cette augmentation de capital qui s'est effectuée par remise d'obligations détenues par les sociétés du Groupe CLF a représenté un montant brut de 75.523.800 € selon les modalités précisées dans la note d'information visée par l'Autorité de marchés financiers en date du 9 mars 2006 sous le numéro 06-068 au paragraphe 4.2.1.7 « droits et restrictions attachés aux BSAR et modalités d'exercice de ces droits ».

Nous n'avons pas retenu dans notre décompte les 996.830 BSAR 2 restants à exercer dans la mesure où ils sont incessibles jusqu'au 31 août 2006 inclus ou au lendemain de la clôture de l'Offre si celle-ci devait intervenir avant cette date.

iii) Nous avons également pris en compte les actions étant susceptibles d'être obtenues par exercice des options de souscription d'actions ayant été attribuées à des salariés, soit 5.050 actions supplémentaires au prix de souscription unitaire de 13,5 €.





Belvédère n’a pas, à notre connaissance, émis d’autres titres donnant accès immédiatement ou à terme a son capital.

Aussi, globalement, notre approche a été faite sur la base d’un nombre de 3 185 760 actions.

c) **Détermination de la dette nette du nouveau groupe Belvédère au 31 décembre 2005**

Pour notre évaluation, nous avons retenu un montant de dettes nettes pour Belvédère en nous plaçant immédiatement après l’acquisition de Duke Street Capital France 2, conférant ainsi indirectement à Belvédère la détention de 69,3 % du capital de Marie Brizard et Roger International. Ce montant a été évalué à partir de l’endettement net au 31 décembre 2005 retraité des flux hors exploitation l’ayant impacté depuis et cela jusqu’à l’acquisition du bloc de contrôle de Marie Brizard et Roger International.

En partant d’un endettement net au bilan de Belvédère au 31 décembre 2005 d’un montant de – 72,6 millions d’euros, nous obtenons après :

(i) prise en compte des flux ayant affecté la situation d’endettement de Belvédère sur la période (exercice des BSAR 2, levée de stock options, exercice de la totalité des BSAR 1, acquisition de Duke Street Capital France 2, et

(ii) prise en compte des frais de l’émission des OBSAR 2 à hauteur de 3,6 millions d’euros, des frais de la transaction et des frais liés à la mise en place du crédit relais pour un montant global de 15 millions d’euros,

un montant d’endettement net estimé au 15 avril 2006 à – 176,3 millions d’euros.

A cet endettement ajusté pour Belvédère, il convient de rajouter le montant de l’endettement de Marie Brizard et Roger International au 31 décembre 2005 de 87,1 millions d’euros, soit un montant global d’endettement de 263.4 millions d’euros

Pour le nouveau groupe, nous retenons donc un montant global d’endettement au 31 décembre 2005, post opérations financières ayant affecté l’endettement et post acquisition de 69,3 % de Marie Brizard et Roger International de 263,4 millions d’euros.

Ce montant d’endettement n’intègre pas les flux de trésorerie générée par l’exploitation de Belvédère sur les premiers mois de l’exercice 2006.

Pour nos calculs, nous avons retenu un montant net d’endettement au 31 décembre 2006 de 237,9 millions d’euros et de 218,8 millions d’euros au 31 décembre 2007.

d) **Evaluation des Intérêts minoritaires**

Nous avons considéré pour notre évaluation que, postérieurement à l’acquisition de Duke Street Capital France 2, Belvédère détenait 69,3 % de Marie Brizard et Roger International.

Aussi, en raisonnant sur un ensemble consolidé, il convenait dans notre démarche d’évaluation de déduire de la valeur de Belvédère les intérêts minoritaires que nous avons valorisé sur la base du prix retenu pour la transaction initiale et pour l’offre publique d’achat simplifiée qui s’ensuit.

Par conséquent, nous avons déduit au titre de la valorisation ces intérêts minoritaires sur la base du prix d’offre de 141 € par action, soit un montant global de 94,6 millions d’euros.

e) **Agrégats financiers retenus pour le nouvel ensemble**

Nous avons retenu les éléments réalisés dans le cadre du plan de développement du nouveau groupe en y intégrant le montant des synergies évaluées par le management de Belvédère.



En millions d’euros	2005	2006	2007
EBITDA	54,7	62,6	71,9
EBITA	40,9	47,6	60,2

f) **Informations recueillies et utilisées dans le cadre de l’évaluation**

- rapports annuels de la société,
- publications au BALO,
- avis financiers,
- plan de développement communiqué par la société.

1.12.2 **Méthodes utilisées pour cette appréciation du prix offert**

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

a) **Méthodes non retenues**

L’actif net comptable corrigé

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

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

La valeur d’actifs incorporels, comme la marque « Belvédère» ou le fonds de commerce de cette société, est en outre intégrée indirectement dans la méthode d’actualisation des flux futurs de trésorerie.

Cette méthode n’a donc pas été retenue pour l’évaluation de Belvédère.

Méthode d’actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d’une capacité de distribution significative avec des taux de distribution régulier et prévisible.

b) **Méthodes d’évaluation retenues dans le cadre de l’évaluation de l’action Belvédère**

Méthode rappelée à titre indicatif : l’actif net comptable

Nous avons rappelé pour mémoire le chiffre obtenu à partir des fonds propres du groupe. Au 31 décembre 2005, l’actif net comptable s’élevait à 59,280 millions d’euros, majoré du produit de l’exercice des options de souscription d’actions et augmenté du produit de l’exercice des BSAR 1 et d’une partie des BSAR 2 détenus par les sociétés du Groupe CL Financial, le montant des fonds propres retraités de Belvédère s’élève ainsi à 187,649 millions d’euros à rapporter à un nombre correspondant de 3.185.760 actions soit une valeur par action de 59,90 €.

Méthode des cours de bourse

Belvédère est cotée sur l’Eurolist segment B d’Euronext Paris. La société a été introduite en bourse le 21 janvier 1997.

Depuis plus d’un an, le cours de l’action a suivi les annonces successives de la société et ses événements majeurs avec l’échec des négociations sur l’acquisition de Byalistock, l’annonce de l’offre de CLF à la fin du mois de septembre 2005, son report et l’annonce de l’acquisition de Marie Brizard et Roger International puis, le 13 mars 2006, l’annonce du lancement de l’émission d’une OBAR pour un montant brut de 160 millions d’euros afin de financer une partie de l’acquisition de Marie Brizard et Roger International et la présentation détaillée de la convention signée le 6 mars 2006 entre les Familles Rouvroy et Trylinski et le Groupe CLF avec la perspective du dépôt d’une offre prochaine sur les actions et les BSAR 1 « à des conditions lui permettant d’obtenir une attestation d’équité ».

	Cours moyen pondéré des volumes en euros	Prime offerte par rapport au cours pour une offre à 170 €
Cours de clôture au 12 avril avant suspension	166,00	2,41 %
Moyenne 1 mois	151,29	12,37 %
Moyenne 3 mois	147,92	14,93 %
Moyenne 6 mois	131,22	29,55 %
Moyenne 12 mois	109,52	55,23 %
Plus haut 12 derniers mois	173,00	(1,73 %)
Plus bas 12 derniers mois	80,47	111,26 %

Les multiples de transactions comparables

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

Nous avons ainsi retenu pour cette analyse des transactions qui sont intervenues depuis début 2003 en Europe dans le secteur d’activité des boissons, sur des sociétés présentant un positionnement relativement proche de celui du groupe Belvédère après sa prise de contrôle de Marie Brizard et Roger International.

Au sein du secteur des boissons nous avons ainsi retenu en les privilégiant dans notre sélection quatre transactions sur les sociétés relevant du domaine de spiritueux et deux transactions qui nous ont semblé relativement proches dans le secteur des boissons sans alcools et dans le secteur des vins qui constituent les différentes activités du groupe.

Notre approche a été réalisée à partir de la base de données Zéphyr, de notes d’analystes financiers, (cf note de CM CIC Securities en date du 13 mars 2006 sur Remy Cointreau) des communiqués publiés et des notes d’informations visées par l’Autorité des marchés financiers dans les cas d’opérations boursières.

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



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

trésorerie nets disponibles susceptibles de rémunérer les capitaux engagés.

- une fiscalité au taux moyen de 27 %,
- *détermination du taux d’actualisation*

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

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

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

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

Beta : 0,88 – Nous avons retenu un bêta de 0,88 qui est celui qui a été calculé pour l’échantillon de valeurs comparables cotées (source CM CIC Securities).

Ainsi, nous avons déterminé par la méthode du coût moyen pondéré du capital un taux d’actualisation de 7,93 % qui a été établi à partir d’un coût des capitaux propres de 9,51 % et à partir du coût de la dette nette retraitée au 31 décembre 2005.

Pour notre évaluation, nous avons fait varier le taux de croissance à l’infini du cash flow normatif utilisé pour calculer la valeur terminale entre 1,75 % et 2,25 %, et le taux d’actualisation entre 7,43 % et 8,43 %.

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

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

en €	1,75%	2,00%	2,25%
7,43%	178,50	189,79	202,17
7,93%	154,16	163,50	173,66
8,43%	133,44	141,28	149,75

Sur ces bases, et selon cette méthode d’actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, notre valeur d’évaluation exprimée par action se situe dans une fourchette comprise entre 133,44 et 202,17 € par action comme mentionné dans le tableau ci-dessus, avec une valeur centrale de 163,50 € par action pour laquelle le prix d’offre présente une prime de 4 %.

1.12.3 Méthodes d’évaluation retenues dans le cadre de l’appréciation du prix offert pour les BSAR 1 de Belvédère

Pour mémoire, il est à noter que la valeur intrinsèque du BSAR 2 exprimée comme la différence entre le prix d’offre offert pour l’action et le prix d’exercice après ajustement de la parité d’exercice ressort à 92,73 €, soit 170 – (85/1,1) = 92,73 €.

A l’aide du modèle d’évaluation de Black & Scholes

Nous avons utilisé le modèle de Black & Scholes pour évaluer la valeur du BSAR 1 à partir de ses caractéristiques et de la volatilité historique de l’action Belvédère.

Comme hypothèses de calcul, nous avons retenu :

- prix du sous jacent : le prix offert pour l’action Belvédère, soit 170 €,
- prix d’exercice : 85 €,
- maturité : 2.066 jours calculés au 15 avril 2006 par rapport à l’échéance du 17 décembre 2011
- volatilité : 20 % et 25 %.
- taux d’intérêt : 3,70 % moyenne un mois OAT 10 ans au 10 avril 2006,
- dividendes : 1 € par action.

Sur ces bases, la valeur unitaire du BSAR 1, après ajustement de la parité d’exercice consécutive aux opérations sur le capital de Belvédère avec maintien du droit préférentiel de souscription, ressort entre 96,14 et 97,44 € en fonction d’une volatilité retenue, soit une valeur du BSAR de 96,79 € extériorisant ainsi une prime de 3,32 % par rapport au prix d’offre.

Cours de bourse

Le prix d’offre de 100 € par BSAR 1 se compare aux éléments historiques suivants calculés en date du 12 avril 2006, date de suspension de la cotation.

Le BSAR 1 de Belvédère est coté sur l’Eurolist depuis le 20 décembre 2004.

Depuis plus d’un an, le cours du BSAR 1, comme le cours de l’action a suivi les annonces successives de la société et ses événements majeurs avec l’échec des négociations sur l’acquisition de Byalistock, l’annonce de l’offre CLF à la fin du mois de septembre 2005, son report et l’annonce de l’acquisition de Marie Brizard et Roger International puis, le 13 mars dernier, l’annonce du lancement de l’émission d’une OBAR pour un montant brut de 160 millions d’euros afin de financer une partie de l’acquisition de Marie Brizard et Roger International et la présentation détaillée de la convention signée le 6 mars 2006 entre les Familles Rouvroy et Trylisnki et le Groupe CLF avec la perspective du dépôt d’une offre prochaine d’ici le 30 juin 2006 sur les actions et les BSAR 1 « à des conditions lui permettant d’obtenir une attestation d’équité ».

	Cours moyen pondéré des volumes en euros *	Prime offerte par rapport au cours de 100 €
Cours de clôture au 12 avril avant suspension	98,45	1,57 %
Moyenne 1 mois	97,79	2,26 %
Moyenne 3 mois	91,03	9,85 %
Moyenne 6 mois	94,16	6,20 %
Moyenne 12 mois	78,88	26,78 %
Plus haut 12 derniers mois	100,00	-
Plus bas 12 derniers mois	43,06	132,23 %

* Source Euronext Paris : le cours moyen pondéré est calculé sur les cours de clôture quotidiens pondéré par les volumes quotidiens sur les périodes sélectionnées.

1.12.4 Synthèse de l’appréciation du prix offert pour les actions et les BSAR 1 en date du 13 avril 2008

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

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE, en M€	xEBITDA	xEBIT
03/06	Bols Liqueurs	Pologne	ABN Amro	100,00 %	210,0		13,55
10/05	Polmos Byalistock	Pologne	CEDC	100,00 %	404,0		18,45
08/05	Bols Vodka	Pologne	CEDC	100,00 %	225,0		13,24
12/03	Barbero 1891	Italie	Campari	100,00 %	149,2	10,34	12,34
09/03	Cosecheros Abastecedores	Espagne	Nazca Capital	100,00 %	128,8	9,02	10,20
04/05	Teisseire	France	Fruité	100,00 %	91,0	11,00	15,11
Médiane						10,34	13,39
Moyenne						10,12	13,81

Source Euronext Paris : le cours moyen pondéré est calculé sur la base des cours de clôture quotidiens pondérés par les volumes quotidiens sur les périodes sélectionnées.

La valorisation de Belvédère obtenue par application de la médiane des multiples ainsi obtenus aux agrégats correspondants de la société pour l’année 2006 pro forma se situe entre 95,74 et 98,85 € par action. Sur la base de la valeur moyenne de cette fourchette, soit 97,29 € par action, le prix d’offre présente une prime de 74,7 %.

Analyse des comparables boursiers

La méthode consiste à appliquer aux données financières du groupe Belvédère, les multiples constatés sur des sociétés comparables cotées en bourse.

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

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

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

Les multiples issus de notre échantillon se trouvent dans le tableau ci-dessous.

L’application de ces multiples, avec une décote de 15 %, destinée à intégrer les écarts de taille entre le groupe Belvédère et les sociétés de l’échantillon à l’exception de la société espagnole Baron de Ley, aux données prévisionnelles 2006 et 2007, fait ressortir des valeurs par action comprises entre 77,93 € et 107,94 € par action, avec une valeur moyenne de 92,93 € par action pour laquelle le prix d’offre présente une prime de 82,9 %.

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

La valeur des fonds propres du groupe Belvédère est liée à sa capacité à dégager des flux de

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

Paramètres du modèle d’évaluation

- *Horizon du modèle*

De 2006 à 2010, nous sommes repartis du business plan consolidé réalisé par le management de Belvédère qui intègre Marie Brizard et Roger International. Nous avons également intégré dans les perspectives les synergies à venir tels que communiqués par le management.

Nous avons appliqué sur la période à ces éléments un taux d’impôt de 20 % sur les activités de Belvédère en raison de la part prépondérante de ses activités réalisées en Pologne et de 34,43 % sur les activités de Marie Brizard et Roger International et sur les synergies.

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

■ Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

Les flux de trésorerie sont calculés avant incidence du mode de financement et de la façon suivante :
Résultat d’exploitation
(+) dotations aux amortissements et provisions
(-) éléments exceptionnels
(-) impôts
(-) variation du besoin en fonds de roulement
(-) investissements nets des cessions d’actifs.

■ Calcul de la valeur terminale

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

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

	Capitalisation	VE/Ebitda			VE/Ebita			PER ajusté		
		2005	2006e	2007e	2005	2006e	2007e	2005	2006e	2007e
Remy Cointreau	1.874,19	15,70	14,28	13,06	17,78	16,06	14,61	26,79	25,56	22,55
Pernod Ricard	14.578,79	14,72	13,35	11,21	17,06	15,09	12,41	21,73	18,38	14,71
Campari	2.119,92	12,38	11,52	10,53	13,55	12,69	11,59	17,95	16,31	15,22
CCHB	6.161,72	9,76	8,08	7,22	16,00	13,30	11,41	19,14	16,58	14,62
Baron de Ley	358,50	9,89	8,33	6,95	13,50	11,38	9,49	16,87	14,46	12,78
Médiane		12,38	11,52	10,53	16,00	13,28	11,59	19,14	16,58	14,71
Moyenne		12,49	11,11	9,80	15,58	13,70	11,90	20,50	18,26	15,98



1.12.5 Mise à jour de l’appréciation du prix offert pour les actions et les BSAR 1 en date du 18 juillet 2006

Nos travaux d’appréciation du prix offert ont été mis à jour à la date du dépôt de l’offre publique afin d’intégrer les évolutions du groupe et plus particulièrement :

■ la mise en place d’un emprunt obligataire sous forme de Floating Rate Notes pour un montant de 375 M€,

■ l’acquisition de la société Danzka,

■ la détention de 100 % des actions de Marie Brizard au terme de l’offre publique de retrait qui s’est achevée le 17 juillet 2006 et du retrait obligatoire mis en œuvre le 18 juillet 2006.

Pour cette mise à jour, nous avons retenu un nombre d’actions de 3 185 789 pour intégrer l’ajustement des stock options, un endettement financier net de 376,2 M€ et un business plan intégrant la contribution attendue pour la marque Danzka.

En millions d’euros	2005	2006	2007
EBITDA	54,7	64,76	74,30
EBITA	40,9	49,76	62,60

Au terme de cette mise à jour, les éléments d’appréciation du prix offert en date du 18 juillet 2006 sont repris dans le tableau II ci-contre.

1.13 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE LA SOCIETE ANGOSTURA HOLDINGS LIMITED

Le Conseil d’administration (« Board of Directors ») d’AHL s’est réuni sous la présidence de son Président (« Chairman »), Monsieur Lawrence A. Duprey, le 24 mars 2006 à 10 heures pour notamment examiner le projet d’Offre.

Outre Monsieur Michael Carballo, secrétaire, les 5 membres du conseil étaient présents, à savoir :

- Mr. Lawrence A. Duprey, Président ;
- Mr Patrick B. Patel, administrateur ;
- Mr Louis A. Monteil, administrateur ;
- Mr Nicholas K. Inniss, administrateur ; et
- Mr Martin G. Daly, administrateur.

Le procès-verbal dressé suite à cette réunion indique notamment ce qui suit.

Le Groupe CLF devait exercer des bons de souscription d’actions comme une condition à la mise à disposition du financement par le Crédit Suisse conformément à un contrat de crédit relais lors de l’acquisition de 69,3 % des actions de Marie Brizard et Roger International par Duke Street Capital 2.

Du fait de cet exercice, le Groupe CLF doit dépasser le seuil de 1/3 du capital de Belvédère et doit déposer une offre publique d’achat des actions et bons de souscription de Belvédère. Un projet de note d’information en français a été soumis au conseil d’administration avec une traduction informelle en anglais (contenant en particulier une description de la Société et du groupe auquel la Société appartient, une description de Belvédère, une présentation technique de l’opération, des termes du financement et de la fixation du prix de l’Offre, une confirmation de ce que l’Offre n’aura pas d’effet négatif sur l’emploi).

Le procès-verbal du conseil d’administration précise que « Les personnes présentes ont examiné ces éléments en détail et ont discuté de façon exhaustive de l’opération et des principaux termes de ces documents, et ont confirmé à l’unanimité que les informations concernant la Société contenus dans le projet de note d’information sont véridiques et exactes et n’omettent aucune information importante concernant le Groupe CLF raisonnablement susceptible d’être pertinente dans le cadre de l’Offre.

Il a été décidé à l’unanimité de mettre en place les garanties nécessaires.

Il a été décidé à l’unanimité d’approuver les termes de l’Offre figurant dans le projet de note d’information. »

Le Conseil d’administration a par ailleurs autorisé le Président à prendre toute disposition en vue de la réalisation de l’opération (lancement de l’Offre, mise en place des financements...).

Ces décisions ont été confirmées par le Conseil d’administration tenu le 19 mai 2006 à 11 heures, en présence de Messieurs Lawrence A. Duprey (Président), Patrick B. Patel (administrateur) et Louis A. Monteil (administrateur.)

1.14 AVIS DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE BELVÉDÈRE

Le Conseil d’administration de Belvédère s’est réuni sous la présidence de Monsieur Rouvroy,

le 13 avril 2006 pour examiner les conditions et modalités du projet d’Offre que l’Initiateur a décidé de déposer sur les actions et BSA non encore détenues directement ou indirectement par Angostura Holdings Limited ou le Groupe CLF.

Etaient présents ou représentés :

- Monsieur Jacques Rouvroy, Président-Directeur Général ;
- Monsieur Krzysztof Trylinski, Administrateur et Directeur Général Délégué ;
- La Société CLF, Administrateur, représentée par Monsieur Arnaud Redon de Trabuc ;
- Monsieur Lawrence Duprey, Administrateur ;
- Monsieur Luc Demarre, Administrateur ;
- Monsieur Serge Heringer, Administrateur ;
- Monsieur Olivier Balva, Administrateur ;
- Monsieur Alain Dominique Perrin, Administrateur,

TABLEAU I : APPRÉCIATION DU PRIX OFFERT EN DATE DU 13 AVRIL 2006		
POUR LES ACTIONS		
Méthode	Valeur par action en euros	Prime en pourcentage par rapport à 170 €
Analyse du cours de bourse :		
■ Cours de clôture au 12 avril 2006	166,00	2,41 %
■ Moyenne 1 mois ⁽¹⁾	151,29	12,37 %
■ Moyenne 3 mois ⁽¹⁾	147,92	14,93 %
■ Moyenne 6 mois ⁽¹⁾	131,22	29,55 %
■ Moyenne 12 mois ⁽¹⁾	109,52	55,23 %
Plus haut 12 derniers mois ⁽¹⁾	173,00	(1,73 %)
Plus bas 12 derniers mois ⁽¹⁾	80,47	111,26 %
Transactions comparables	97,29	74,74 %
Comparables boursiers	92,93	82,93 %
Actualisation de flux futurs	163,50	3,98 %
(1) cours calculé au 12 avril 2006 avant la suspension du BSAR 1.		
POUR LES BSAR 1		
Méthode	Valeur par BSAR en euros	Prime en % par rapport à 100 €
Analyse du cours de bourse :		
■ Cours de clôture au 12 avril 2006	98,45	1,57 %
■ Moyenne 1 mois ⁽¹⁾	97,79	2,26 %
■ Moyenne 3 mois ⁽¹⁾	91,03	9,85 %
■ Moyenne 6 mois ⁽¹⁾	94,16	6,20 %
■ Moyenne 12 mois ⁽¹⁾	78,88	26,78 %
Plus haut 12 derniers mois ⁽¹⁾	100,00	-
Plus bas 12 derniers mois ⁽¹⁾	43,06	132,23 %
Evaluation du BSAR 1	96,79	3,32 %
(1) cours calculé au 12 avril 2006 avant la suspension du BSAR 1.		

TABLEAU II : APPRÉCIATION DU PRIX OFFERT EN DATE DU 18 AVRIL 2006		
POUR LES ACTIONS		
Méthode	Valeur par action en euros au 18 juillet 2006	Prime en % par rapport à 170 €
Analyse du cours de bourse :		
■ Cours de clôture au 12 avril 2006	166,00	2,41 %
■ Moyenne 1 mois ⁽¹⁾	151,29	12,37 %
■ Moyenne 3 mois ⁽¹⁾	147,92	14,93 %
■ Moyenne 6 mois ⁽¹⁾	131,22	29,55 %
■ Moyenne 12 mois ⁽¹⁾	109,52	55,23 %
Plus haut 12 derniers mois ⁽¹⁾	173,00	(1,73 %)
Plus bas 12 derniers mois ⁽¹⁾	80,47	111,26 %
Transactions comparables	91,61	85,57 %
Comparables boursiers	93,42	82,00 %
Actualisation de flux futurs	169,58	-
(1) cours calculé au 12 avril 2006 avant la suspension de l’action.		
POUR LES BSAR 1		
Méthode	Valeur par BSAR en euros au 18 juillet 2006	Prime en % par rapport à 100 €
Analyse du cours de bourse :		
■ Cours de clôture au 12 avril 2006	98,45	1,57 %
■ Moyenne 1 mois ⁽¹⁾	97,79	2,26 %
■ Moyenne 3 mois ⁽¹⁾	91,03	9,85 %
■ Moyenne 6 mois ⁽¹⁾	94,16	6,20 %
■ Moyenne 12 mois ⁽¹⁾	78,88	26,78 %
Plus haut 12 derniers mois ⁽¹⁾	100,00	-
Plus bas 12 derniers mois ⁽¹⁾	43,06	132,23 %
Evaluation du BSAR	102,81	-2,72 %
(1) cours calculé au 12 avril 2006 avant la suspension du BSAR1.		

représenté par Monsieur Jacques Rouvroy ;
■ Monsieur Waldemar Rudnik, Administrateur, représenté par Monsieur Krzysztof Trylinski.

Le procès-verbal dressé suite à cette réunion indique ce qui suit :

« Monsieur le Président expose aux Administrateurs les conditions et modalités du projet d’offre publique d’achat présentée par Angostura Holdings Limited (l’Initiateur) sur les actions et BSAR1 Belvédère non encore détenus directement ou indirectement par Angostura Holdings Limited ou le Groupe CL Financial (« l’Offre »).

Il rappelle que, conformément à l’article 231-21 du Règlement Général de l’Autorité des Marchés Financiers, le Conseil d’Administration doit rendre un avis motivé sur l’intérêt que présente pour la Société, ses Actionnaires et ses salariés, le projet d’Offre qui sera déposé dans les prochains jours auprès de l’Autorité des Marchés Financiers.

Le Conseil d’Administration examine les conditions et modalités du projet d’Offre que l’Initiateur a décidé de déposer sur les actions et BSAR1 non encore détenus directement ou indirectement par Angostura Holdings Limited ou le Groupe CL Financial.

Le Conseil d’Administration prend connaissance du projet de note d’information conjointe, des éléments d’appréciation du prix préparé par le présentateur de l’Offre et des premières conclusions de Detroyat & Associés, mandaté à la demande de l’Autorité des Marchés Financiers pour porter un avis sur l’équité de l’Offre faite aux Actionnaires par rapport à celle faite aux porteurs de BSAR. Les conclusions de Detroyat & Associés seront rendues dans les prochains jours.

Après en avoir délibéré, le Conseil d’Administration, à l’unanimité, décide de recommander aux Actionnaires de Belvédère d’apporter leurs actions et leurs BSAR1 à l’Offre. »

2. PRESENTATION DE L’INITIATEUR ET DES SOCIETES CONCERNEES AU SEIN DU GROUPE CLF

Une présentation de l’initiateur et de son groupe est faite dans la note d’information faisant l’objet du présent résumé.

3. PRESENTATION DE BELVEDERE

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

Dans le cadre de l’acquisition indirecte du bloc de contrôle de Marie Brizard & Roger International, la société Belvédère vient de réaliser une émission d’OBSAR qui a fait l’objet d’une note d’information qui a été visée par l’Autorité des marchés financiers sous le numéro 06-068 en date du 9 mars 2006.

4. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D’INFORMATION

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