

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



**SIPH – SOCIÉTÉ INTERNATIONALE DE PLANTATIONS D'HÉVÉAS
INITIÉE PAR**

La Compagnie Financière Michelin SCmA



Agissant de concert avec SIFCA

PRESENTEE PAR



ODDO BHF

NOTE D'INFORMATION

ETABLIE PAR La Compagnie Financière Michelin SCmA

PRIX DE L'OFFRE

85 € par action SIPH

DUREE DE L'OFFRE : 15 jours de négociation

**Le calendrier de l'offre sera fixé par l'Autorité des marchés financiers (« AMF »)
conformément à son règlement général**

AVIS IMPORTANT

Dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'offre publique d'achat simplifiée par les actionnaires minoritaires de la société SIPH ne représenterait pas, à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, plus de 5% du capital ou des droits de vote de SIPH, la Compagnie Financière Michelin SCmA, agissant de concert avec SIFCA, sollicitera, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de SIPH non apportées à l'offre publique d'achat simplifiée moyennant une indemnisation égale au prix par action SIPH offert dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée, nette de tous frais

En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 20 juin 2017, apposé le visa n°17-281 sur la présente note d'information. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés

La présente note d'information est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Michelin (www.michelin.com) et peut être obtenue sans frais auprès de :

CFM

c/o Manufacture Française des Pneumatiques
Michelin
DGD / ST – Bâtiment SL
23 place des Carmes-Déchaux
63040 Clermont-Ferrand cedex 9

Oddo & Cie

12, boulevard de la Madeleine
75440 Paris Cedex 09

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Compagnie Financière Michelin SCmA seront mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.1	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE.....	5
1.2	INTENTIONS DE L'INITIATEUR POUR LES DOUZE MOIS A VENIR	8
1.3	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	10
2.	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	13
2.1	TERMES DE L'OFFRE	13
2.2	NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE	14
2.3	AUTRES TERMES DE L'OFFRE.....	14
2.4	PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE	15
2.5	CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE.....	16
2.6	RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER	17
2.7	FINANCEMENT DE L'OFFRE	17
2.8	REGIME FISCAL DE L'OFFRE	18
3.	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE.....	23
3.1	PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE.....	23
3.2	METHODOLOGIE.....	39
3.3	APPLICATION DES METHODES RETENUES.....	44
3.4	SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE.....	54
4.	PERSONNES RESPONSABLES DE LA NOTE D'INFORMATION.....	55
4.1	INITIATEUR.....	55
4.2	ETABLISSEMENT PRESENTATEUR.....	55

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, la Compagnie Financière Michelin SCmA, société en commandite par actions de droit suisse au capital de 2.502.355.300 francs suisses, dont le siège social est situé Route Louis-Braille 10, 1763 Granges-Paccot, Suisse, immatriculée au registre du commerce du Canton de Fribourg, Suisse, sous le numéro CHE-107.787.063 (« **CFM** » ou l'« **Initiateur** »), détenue à 99,99% par la Compagnie Générale des Etablissements Michelin, société en commandite par actions de droit français au capital de 360.132.242 €, dont le siège social est au 12, cours Sablon – Clermont-Ferrand (63), France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Clermont-Ferrand sous le numéro 855 200 887, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris - Compartiment A sous le code ISIN FR 0000121261 (« **Michelin** »), agissant de concert avec SIFCA, société anonyme de droit ivoirien, au capital de 4.002.935.000 francs CFA, dont le siège social est situé 01 BP 1289, Abidjan 01, Côte d'Ivoire, immatriculée au registre du commerce et du crédit mobilier d'Abidjan sous le numéro CI-ABJ-1955-B-4.25 (« **SIFCA** »)¹, s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à proposer aux actionnaires de la Société Internationale de Plantations d'Hévéas - SIPH, société anonyme de droit français au capital de 11.568.965,94 €, dont le siège social est situé au 53-55 rue du Capitaine Guynemer, 92400 Courbevoie, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 312 397 730 (« **SIPH** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris - Compartiment B sous le code ISIN FR0000036857 (Mnémonique: SIPH), d'acheter la totalité de leurs actions SIPH, au prix unitaire de 85 € (le « **Prix de l'Offre** »), payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »). L'Offre pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, si les conditions sont réunies.

Un protocole d'accord conclu le 6 juin 2017 entre CFM et SIFCA (le « **Protocole d'Accord** »), constitutif d'une action de concert entre elles (le « **Concert** »), prévoyant les modalités du lancement d'un projet d'offre publique par CFM et les modalités de participation de chacune des parties à l'opération ainsi que l'adaptation du pacte d'actionnaires régissant leurs relations au sein de la Société, a conduit au dépôt du projet d'Offre et de la présente note d'information.

Les principales stipulations du Protocole d'Accord sont plus amplement décrites à la section 1.3 de la présente note d'information.

Au 19 juin 2017, l'Initiateur détenait directement 1.406.095² actions SIPH représentant, à sa connaissance, 27,78% du capital³ et au moins 27,58% des droits de vote de la Société et SIFCA 2.813.410 actions SIPH représentant, à la connaissance de l'Initiateur, 55,59% du capital et au moins 62,89% des droits de vote de la Société. Au 19 juin 2017, le Concert détenait donc 4.219.505 actions SIPH représentant, à la connaissance de l'Initiateur, 83,38% du capital et au moins 90,47% des droits de vote de la Société. Le dépôt de l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur la totalité des actions SIPH existantes non détenues, directement ou indirectement, par le Concert à la date de la présente note d'information, soit un nombre maximum de 841.285 actions représentant 16,62% du capital et au moins 9,53% des droits de vote de la Société.

¹ Contrôlée conjointement par les sociétés Parme Investissement (elle-même contrôlée par la famille Billon) et Immoriv (elle-même contrôlée par la famille Doumbia).

² Compte tenu de l'acquisition par CFM entre le 6 juin 2017 et le 19 juin 2017, de 201.039 actions de la Société au prix de l'Offre (soit 85 € par action) en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

³ Sur la base d'un capital composé de 5.060.790 actions et d'un maximum de 8.946.915 droits de vote théoriques. Sauf précision contraire, les droits de vote dans SIPH sont calculés en tenant compte des droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le 6 juin 2017, Oddo & Cie, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF. Oddo & Cie, agissant en sa qualité d'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur.

L'Offre est faite sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Enfin, il est précisé qu'aucune offre publique ne sera déposée en conséquence de l'Offre sur la Société Africaine de Plantations d'Hévéas - SAPH, dont les actions sont cotées à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières d'Afrique de l'Ouest (la « **BRVM** »), et dont environ 68,06% du capital sont détenus par la Société et 14,84% par l'Initiateur, l'AMF ayant considéré le 20 juin 2017 que les dispositions des articles L. 433-3 III du code monétaire et financier et 231-13 IV du règlement général de l'AMF n'étaient pas applicables au cas d'espèce, la BRVM ne constituant pas un marché équivalent au sens de l'article précité du code monétaire et financier.

1.1 Contexte et motifs de l'Offre

1.1.1 Participation de l'Initiateur et de SIFCA dans SIPH

SIFCA détient une participation majoritaire dans SIPH depuis le 7 juillet 1999, date à laquelle elle a acquis 92,17% du capital de SIPH (D&I n°199C0921 du 15 juillet 1999) qu'elle a porté, le 27 août 1999, à 98,02% du capital à la suite de la garantie de cours qui s'en est suivie (D&I 199C1206). CFM est actionnaire de SIPH depuis le 20 octobre 2006, date à laquelle CFM s'est vue attribuer 20% du capital de SIPH dans le cadre d'une augmentation de capital de SIPH en rémunération de l'apport par CFM du capital de la société Michelin Développement Company à SIPH (D&I n°206C1949 du 25 octobre 2006).

A l'occasion de cette opération, les principaux actionnaires de la Société, dont SIFCA et CFM, ont conclu un pacte d'actionnaires (en présence de SIPH) en date du 21 octobre 2006 (D&I n°206C1955 du 25 octobre 2006), modifié le 18 juillet 2007 (D&I n°208C0034 du 8 janvier 2008) et le 30 mars 2015 (D&I n°215C0430 du 13 avril 2015), non constitutif d'une action de concert.

Le 18 juillet 2016, CFM a annoncé avoir porté sa participation à hauteur de 23,64% du capital et 25,01% des droits de vote de la Société par acquisition d'actions SIPH sur le marché (D&I n°216C1659 du 18 juillet 2016).

CFM, agissant de concert avec SIFCA vis-à-vis de la Société, déclarera à l'AMF et à la Société avoir franchi à la hausse, du fait de la mise en Concert le 6 juin 2017, les seuils légaux de 25% du capital et de 30%, 33^{1/3}%, 50% et de 66^{2/3}% du capital et des droits de vote de la Société, et SIFCA déclarera avoir franchi à la hausse, à raison du concert avec CFM, le seuil légal de 66^{2/3}% du capital et des droits de vote de la Société.

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de l'Initiateur, la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la suite de la conclusion du Concert.⁴

Actionnaires	Nombre d'actions	% de capital	Nombre de droits de vote*	% de droits de vote*
<i>SIFCA</i>	2.813.410	55,59%	5.626.820	62,89%
<i>CFM</i>	1.205.056	23,81%	2.266.487	25,33%
Total Concert	4.018.466	79,40%	7.893.307	88,22%
Public	1.042.324	20,60%	1.053.608	11,78%
Total	5.060.790	100%	8.946.915	100%

*Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

Au cours des douze mois précédant la mise en Concert, SIFCA a indiqué à CFM n'avoir procédé à aucune acquisition d'actions SIPH et CFM a procédé aux acquisitions d'actions SIPH indiquées ci-après :

Entité	Nombre	Date	Prix
CFM	60	6 juin 2016	32,79
CFM	86	7 juin 2016	32,83
CFM	103	8 juin 2016	32,866
CFM	154	9 juin 2016	33,72
CFM	694	10 juin 2016	33,4255
CFM	427	13 juin 2016	33,32
CFM	1050	14 juin 2016	32,6167
CFM	199	15 juin 2016	31,15
CFM	194	16 juin 2016	31,0735
CFM	60	17 juin 2016	31,3567
CFM	210	20 juin 2016	31,791
CFM	211	21 juin 2016	31,1908
CFM	240	22 juin 2016	31,7133
CFM	1610	23 juin 2016	32,6175
CFM	189	24 juin 2016	29,9816
CFM	176	27 juin 2016	31,7555
CFM	108	28 juin 2016	30,9509
CFM	70	29 juin 2016	30,8421
CFM	130	30 juin 2016	30,9877
CFM	300	4 juillet 2016	31,4848
CFM	80	5 juillet 2016	31,5336
CFM	10	6 juillet 2016	31,56
CFM	50	8 juillet 2016	30,9972
CFM	230	11 juillet 2016	31,822
CFM	1320	12 juillet 2016	31,9565

⁴ Sur la base d'un capital composé de 5.060.790 actions et 8.946.915 droits de vote théoriques Sauf précision contraire, les droits de vote dans SIPH sont calculés en tenant compte des droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Entité	Nombre	Date	Prix
CFM	2260	13 juillet 2016	31,8418
CFM	632	14 juillet 2016	31,2
CFM	45	15 juillet 2016	31,2362
CFM	294	18 juillet 2016	31,5665
CFM	166	19 juillet 2016	31,8432
CFM	939	20 juillet 2016	32,0341
CFM	3100	21 juillet 2016	31,9998
CFM	488	22 juillet 2016	32,6675
CFM	200	25 juillet 2016	33,9612
CFM	250	26 juillet 2016	33,7025
CFM	260	27 juillet 2016	34,0742

1.1.2 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de SIPH au 19 juin 2017

Compte tenu de l'acquisition par CFM entre le 6 juin 2017 et le 19 juin 2017, de 201.039 actions de la Société au Prix de l'Offre (soit 85 € par action) en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis, à la connaissance de CFM comme suit au 19 juin 2017.

Actionnaires	Nombre d'actions	% de capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
<i>SIFCA</i>	2.813.410	55,59%	5.626.820	62,89%
<i>CFM</i>	1.406.095	27,78%	2.467.526	27,58%
Total Concert	4.219.505	83,38%	8.094.346	90,47%
Public	841.285	16,62%	852.569	9,53%
Total	5.060.790	100%	8.946.915	100%

Conformément aux articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF et aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré, par lettres datées du 14 juin 2017, à l'AMF et à SIPH, qu'il avait, suite à des achats sur le marché en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF franchi le 8 juin 2017, individuellement, le seuil légal des 25% du capital et le 12 juin 2017, de concert avec SIFCA, le seuil légal des 90% des droits de vote de la Société. Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 15 juin 2017 sous le numéro 217C1238.

1.1.3 Motifs de l'Offre

Compte tenu des tendances actuelles dans le secteur d'activité de SIPH, dont la place de plus en plus importante de l'Afrique de l'Ouest dans la production mondiale de caoutchouc naturel, et dans un contexte de concurrence accrue entre les acteurs de ces marchés, SIFCA et CFM, actionnaires de référence et de long-terme de SIPH, ont souhaité consolider leurs liens et se renforcer dans le capital de SIPH, qui est un partenaire commercial historique du groupe Michelin, afin de pérenniser la poursuite du développement de la Société. A cette fin, CFM et SIFCA ont conclu le 6 juin 2017 le Protocole d'Accord, constitutif d'une action de concert, plus amplement décrit à la section 1.3.1 de la présente note d'information. CFM et SIFCA poursuivront le développement de SIPH en s'appuyant notamment sur le management actuel de la Société et en renforçant sa flexibilité et ses marges de manœuvre stratégiques. En effet, la sortie de la cote de SIPH lui donnera de nouveaux leviers face à la concurrence en lui permettant notamment de renforcer la confidentialité autour de ses activités.

Par ailleurs, CFM et SIFCA souhaitent également libérer SIPH des coûts récurrents et des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation en bourse qui apparaissent disproportionnées par rapport au bénéfice apporté par la cotation de SIPH. De plus, compte-tenu de la structure actuelle de son actionnariat, un maintien de la cotation ne correspond plus au modèle financier et économique de SIPH, dans la mesure où il n'est pas envisagé que cette dernière fasse appel au marché pour se financer.

En conséquence, dans l'hypothèse où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de SIPH ne représenterait pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5% du capital ou des droits de vote de SIPH, l'Initiateur, agissant de concert avec SIFCA, sollicitera, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de SIPH non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au prix par action SIPH offert dans le cadre de l'Offre, nette de tous frais.

1.2 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

1.2.1 Politique et stratégie financière, commerciale et industrielle

Dans la mesure où la stratégie de l'Initiateur repose sur la continuité des activités actuelles de la Société, la réalisation de l'Offre ne devrait pas avoir de conséquence particulière sur les plans actuels de la Société en matière d'organisation industrielle et d'évolution.

1.2.2 Intentions concernant l'emploi

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société.

De ce fait, l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique sociale de la Société. Cette opération s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de SIPH.

1.2.3 Composition des organes sociaux et de la direction de SIPH

Il n'est pas prévu de modifier la composition du conseil d'administration de SIPH postérieurement à la clôture de l'Offre et ce conformément aux stipulations du Pacte d'Actionnaires conclu entre CFM et SIFCA, et décrit plus amplement à la section 1.3.2 de la présente note d'information. Il est prévu de continuer à s'appuyer sur les compétences du management actuel de la Société.

1.2.4 Intentions concernant une fusion

Il n'entre pas dans les intentions de l'Initiateur de procéder à une fusion-absorption de la Société au cours des douze prochains mois.

1.2.5 Avantages pour la Société et ses actionnaires

Les activités de la Société s'inscrivent dans un contexte concurrentiel renforcé qui impose de maintenir un niveau élevé de confidentialité sur ses orientations stratégiques et ses données commerciales et techniques, de moins en moins compatibles avec les contraintes en matière d'information permanente et périodique imposées par la réglementation boursière.

Par ailleurs, la Société n'envisage pas d'avoir recours aux marchés financiers dans l'avenir pour se financer. Dès lors, les coûts récurrents de cotation sur le marché réglementé d'Euronext Paris et les contraintes réglementaires afférentes semblent aujourd'hui disproportionnés par rapport à la faible liquidité de l'action, et plus généralement au bénéfice de la cotation.

Dans un contexte de liquidité limitée du titre SIPH, l'Initiateur propose aux actionnaires de SIPH qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate pour la totalité de leurs actions au prix de 85 € par action faisant apparaître (i) une prime de 41,8% par rapport au cours de clôture de l'action SIPH le 5 juin 2017 (dernier jour de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre) ; (ii) une prime de 49,6% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action SIPH sur les 60 jours de négociation précédant le 5 juin 2017 et (iii) une prime de 57,8% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action SIPH sur les 250 jours de négociation précédant le 5 juin 2017.

Les éléments d'appréciation du prix offert dans le cadre de l'Offre, établis par Oddo & Cie, sont reproduits à la section 3 « Eléments d'appréciation du Prix de l'Offre » de la présente note d'information.

Par ailleurs, l'expert indépendant nommé par la Société, Associés en Finance représenté par Monsieur Arnaud Jacquillat et Madame Catherine Meyer, a conclu que le prix offert était équitable dans le cadre de l'Offre mais également dans la perspective du retrait obligatoire qui pourrait intervenir à l'issue de l'Offre. Le conseil d'administration de SIPH a unanimement considéré que l'Offre était dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses employés et a recommandé aux actionnaires de SIPH d'apporter leurs actions à l'Offre.

1.2.6 Maintien de la cotation de la Société

(a) Retrait obligatoire

Dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de SIPH ne représenterait pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de SIPH, l'Initiateur, agissant de concert avec SIFCA, sollicitera, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de SIPH non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au prix par action SIPH offert dans le cadre de l'Offre nette de tous frais, étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des actions SIPH du marché réglementé d'Euronext Paris.

(b) Radiation d'Euronext Paris

Dans l'hypothèse où il ne mettrait pas en œuvre une procédure de retrait obligatoire, l'Initiateur, agissant de concert avec SIFCA, se réserve également la possibilité de demander à Euronext la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext à Paris, si les conditions des règles de marché d'Euronext sont réunies.

1.2.7 Politique de distribution de dividendes

La politique de distribution de la Société sera déterminée en fonction de sa capacité distributive et de ses besoins de financement.

A cet égard, il est rappelé que la Société n'a pas distribué de dividendes en 2015 et 2016 et n'envisage pas d'en distribuer en 2017 au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2016.

1.2.8 Synergies

La Société, contrôlée préalablement au dépôt du projet d'Offre par SIFCA fait d'ores et déjà l'objet de contrats d'assistance technique établis avec SIFCA et la Manufacture Française des Pneumatiques Michelin (ci-après « **MFPM** ») qui est une société sœur de l'Initiateur. Ces contrats lui permettent de bénéficier de l'expertise de ses actionnaires de référence, tant sur des fonctions opérationnelles (usinage, plantation d'hévéas) que support (management, gestion, etc.). En ce sens, l'Initiateur n'anticipe aucune synergie particulière liée à l'Offre. A

cet égard, il est précisé qu'il n'est pas prévu que le contrat d'assistance technique liant MFPM à SIPH soit modifié ou renégocié à raison de l'Offre.

1.3 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

A l'exception des accords décrits ci-après, l'Initiateur n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

1.3.1 Protocole d'Accord

Le 6 juin 2017, CFM et SIFCA ont conclu le Protocole d'Accord, aux termes duquel elles entendent agir de concert à l'égard de SIPH et, dans ce nouveau contexte, elles ont décidé d'une part, d'adapter en conséquence leurs relations au sein de SIPH en concluant, concomitamment à la signature du Protocole d'Accord, le Pacte d'Actionnaires (voir section 1.3.2 ci-après) et, d'autre part, que CFM, de concert avec SIFCA, dépose l'Offre auprès de l'AMF.

Le Protocole d'Accord prévoit ainsi les modalités du lancement du projet d'Offre par CFM et les modalités de participation de chacune des parties à l'opération.

Aux termes du Protocole d'Accord, SIFCA s'est par ailleurs engagée à ne pas transférer, de quelque manière que ce soit, sa participation dans SIPH (notamment par apport à offre publique).

1.3.2 Pacte d'actionnaires

En application des dispositions du Protocole d'Accord, CFM, SIFCA, Parme Investissement et Immoriv⁵ (les « **Actionnaires SIFCA** ») ont conclu le 6 juin 2017 (en présence de SIPH) un pacte d'actionnaires (le « **Pacte d'Actionnaires** ») afin de régir leurs relations au sein de la Société et de mettre en œuvre durablement une politique commune vis-à-vis de la Société.

Ce Pacte d'Actionnaires annule et remplace le pacte conclu le 30 mars 2015 (D&I n°215C0430 du 13 avril 2015) entre SIFCA, CFM, Parme Investissement et Immoriv.

Le Pacte d'Actionnaires fera l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF puis d'une publication par l'AMF en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

Le Pacte d'Actionnaires est conclu pour une durée de 5 ans et sera reconduit automatiquement pour une nouvelle durée de 5 ans, sauf dénonciation préalable par CFM ou SIFCA. Le Pacte d'Actionnaires deviendra automatiquement caduc le jour où CFM ou SIFCA, selon le cas, détiendra moins de 5% du capital social de SIPH.

CFM et SIFCA, dans le cadre du Protocole d'Accord, sont également convenues des adaptations à faire le moment venu sur le Pacte d'Actionnaires en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire et de radiation de SIPH de la cote afin de supprimer les stipulations devenues alors sans objet et d'adapter la durée du pacte (laquelle sera portée à 20 ans avec reconduction tacite pour 10 ans sauf dénonciation préalable) compte tenu du fait que la Société a cessé d'être cotée.

Les principales stipulations du Pacte d'Actionnaires sont résumées ci-après.

a. Gouvernance de la Société

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de sept administrateurs, dont quatre désignés parmi les personnes dont la candidature est soumise par SIFCA, deux

⁵ Parme Investissement et Immoriv sont les actionnaires historiques de référence de SIFCA.

dont la candidature est soumise par CFM et un administrateur indépendant. Lesdits administrateurs ne doivent pas être une personne indésirable (i.e. une personne exerçant à titre principal une activité concurrente à celle de Michelin ou qui ne respecterait pas les règles d'éthique appliquées par Michelin ou un certain nombre de standards internationaux tels que ceux de la Banque Mondiale, l'OIT ou l'OCDE) (une « **Personne Indésirable** »).

Certaines décisions importantes relevant de la compétence du conseil d'administration de SIPH, devront être prises, sur première convocation, à l'unanimité des membres présents ou représentés. Ces décisions sont principalement :

- La modification des statuts concernant le conseil d'administration ;
- La modification du capital social de la Société ;
- L'émission réservée de titres en faveur d'une Personne Indésirable ;
- La radiation de la Société de la cote à l'initiative de la Société ;
- Toute évolution du montant des conventions et prestations entre la Société et ses actionnaires ;
- Tout investissement ou désinvestissement non prévu au budget annuel par la Société, ou l'une de ses filiales, d'un montant supérieur à 3.000.000 € ;
- Tout endettement non prévu au budget annuel par la Société, ou l'une de ses filiales, supérieur à 3.000.000 € ;
- L'octroi de toute sûreté non prévue au budget annuel par la Société, ou l'une de ses filiales, portant sur un montant supérieur à 5.000.000 € ;
- La conclusion de toute transaction ou l'ouverture d'une procédure judiciaire par la Société, ou l'une de ses filiales, dont l'enjeu est supérieur à 4.000.000 € ;
- La modification du règlement intérieur du conseil d'administration de la Société.

Dans l'hypothèse où un administrateur représentant CFM ne donnerait pas son accord sur une décision importante, une nouvelle réunion du conseil d'administration devra se tenir dans les 15 jours à compter de la réunion du conseil d'administration au cours de laquelle ledit administrateur a marqué son désaccord afin de voter sur la même décision qui sera alors prise à la majorité simple. En cas d'adoption de ladite décision lors de cette seconde réunion, et à défaut d'accord de l'administrateur représentant CFM, CFM pourra résilier de plein droit et sans indemnité de sa part la convention d'assistance technique et le partenariat de recherche conclus entre SIPH et Manufacture Française des Pneumatiques Michelin le 1er janvier 2012.

Les décisions concernant le changement de domaine d'activité et la dissolution ou la liquidation volontaire de la Société requerront une décision du conseil d'administration avec le vote favorable d'au moins l'un des deux administrateurs représentant CFM au conseil d'administration. Si l'un des administrateurs représentant CFM ne donne pas son accord à l'une de ces décisions, elle ne pourra être adoptée.

CFM et SIFCA feront en sorte qu'aucune des décisions importantes ou visées au paragraphe précédant ne soit prise par l'un quelconque des organes de direction de toute filiale de la Société sans l'accord préalable du conseil d'administration dans les conditions indiquées ci-dessus.

Enfin, il est prévu que SIFCA et CFM échangent leurs points de vue respectifs et se concertent préalablement à toute assemblée générale de la Société au cours de laquelle serait

soumise une décision importante pouvant intéresser d'une manière générale les perspectives d'avenir de la Société, afin de tenter de dégager une position commune.

b. Acquisition complémentaire - Information sur la détention

Chacune des parties s'engage à informer les autres de tout projet lui permettant d'acquérir (en une ou plusieurs fois en moins de 6 mois) plus de 0,5% du capital de SIPH et les parties se concerteront le plus rapidement possible sur le principe et la mise en œuvre de ce projet.

Chacune des parties s'engage également à informer les autres de toute variation du nombre d'actions et/ou de droits de vote qu'elle détient dans SIPH ainsi que toute variation de sa participation, dans un délai de deux jours de négociation suivant ladite variation.

c. Droit de préemption réciproque

SIFCA et CFM se sont consenties réciproquement un droit de préemption portant sur les titres SIPH qu'elles détiennent en cas de cession totale ou partielle de ces titres à un ou plusieurs tiers identifiés. Sans préjudice de l'exercice éventuel du droit de sortie conjointe totale (voir point f. ci-dessous), les actionnaires qui souhaitent préempter devront pour exercer leur droit, notifier au cédant leur intention de préempter tout ou partie des titres cédés dans un délai de 90 jours calendaires à compter de la réception de la notification du projet de cession.

Par ailleurs, tout tiers qui deviendrait actionnaire de SIPH à hauteur de plus de 10% du capital social de SIPH à la suite d'une cession réalisée sans que le droit de préemption précité n'ait été exercé devra, comme condition de validité de ladite cession, consentir aux autres parties un droit de préemption portant sur les titres SIPH dont il est propriétaire.

Ce droit de préemption ne s'applique pas en cas :

- de cession par SIFCA ou CFM à un affilié dans le cadre d'une opération de reclassement intragroupe ; ou
- d'opération par voie d'apport, d'échange ou de fusion réalisée par SIFCA et portant sur au moins 51% du capital de SIPH, SIFCA devant néanmoins proposer à CFM de participer à ladite opération dans les mêmes proportions et aux mêmes conditions que celles mentionnées dans le projet de cession, étant précisé qu'en cas de refus de CFM, cette dernière bénéficie d'un droit de sortie conjointe totale.

d. Engagement de maintien du niveau de participation

Les Actionnaires SIFCA s'engagent, directement ou via leurs affiliés, à conserver au minimum 51% des droits de vote de SIFCA et SIFCA s'engage à conserver au minimum 34% des droits de vote de SIPH.

En cas de non-respect des engagements susmentionnés, CFM pourra :

- exercer la promesse d'achat décrite au (e) ci-dessous ; et/ou
- résilier de plein droit et sans indemnité de sa part la convention d'assistance technique et le partenariat de recherche conclus entre SIPH et Manufacture Française des Pneumatiques Michelin.

e. Promesse d'achat / option de vente totale au bénéfice de CFM

En cas de violation par les Actionnaires SIFCA ou SIFCA de l'engagement de maintien de niveau de participation ou en cas d'émission réservée de titres SIPH en faveur d'une Personne Indésirable, SIFCA s'engage à acheter (ou à faire acheter) à CFM (et, le cas

échéant, à ses affiliés) la totalité des titres SIPH appartenant à CFM (et, le cas échéant, à ses affiliés).

f. Droit de sortie conjointe totale de CFM

Outre le cas d'un refus de CFM de participer à une opération par voie d'apport, d'échange ou de fusion réalisée par SIFCA et portant sur au moins 51% du capital de SIPH, CFM disposera également d'un droit de sortie conjointe totale pour le cas où :

- les Actionnaires SIFCA et/ou leurs affiliés souhaiteraient effectuer une cession de titres SIFCA à un tiers aux termes de laquelle les Actionnaires Principaux et leurs affiliés viendraient à franchir à la baisse le seuil de 51% des droits de vote de SIFCA ; ou
- SIFCA souhaiterait effectuer une cession de titres SIPH à un tiers aux termes de laquelle SIFCA viendrait à franchir à la baisse le seuil de 34% des droits de vote de SIPH.

Toutefois pour le cas où la réalisation de la cession entraînerait une offre publique obligatoire et comportant a minima une branche en numéraire non plafonnée permettant à CFM de participer pleinement à ladite offre publique, le droit de sortie conjointe totale ne s'appliquera pas.

g. Cession de titres SIPH par SIFCA à une Personne Indésirable

SIFCA s'interdit d'effectuer une cession de titres SIPH à une Personne Indésirable.

Dans l'hypothèse où SIFCA effectuerait une cession de titres SIPH à une Personne Indésirable, CFM pourra résilier la convention d'assistance technique et le partenariat de recherche conclus entre SIPH et Manufacture Française des Pneumatiques Michelin.

h. Cession de titres SIPH par CFM à une personne qui exercerait à titre principal une activité concurrente à l'activité existante de SIPH

CFM s'interdit d'effectuer une cession de titres SIPH à une personne physique ou morale qui exercerait à titre principal une activité concurrente à l'activité existante de SIPH (i.e. l'activité de production, de traitement, de transformation et/ou de commercialisation d'élastomères naturels).

i. Vente à terme

Il est également prévu que CFM cédera à SIFCA, qui achètera à CFM, au plus tard lors du cinquième anniversaire de la date de clôture de l'Offre, un nombre d'actions SIPH représentant 25% des actions de la Société qui seraient apportées à l'Offre, au Prix de l'Offre et de l'éventuel retrait obligatoire, arrondi le cas échéant au nombre entier immédiatement inférieur divisible par cinq. A l'issue de chaque période de six mois à compter de la clôture de l'Offre, SIFCA pourra toutefois, à son option, se faire transférer par anticipation, un ou plusieurs cinquièmes dudit nombre d'actions SIPH objet de la vente à terme.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Oddo & Cie, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le 6 juin 2017 un projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions SIPH non détenues par le Concert, et un projet de note d'information relatif à l'Offre.

Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Oddo & Cie, agissant en qualité d'établissement présentateur, garantit les termes et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Il est rappelé que l'Initiateur agit de concert avec SIFCA.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de SIPH toutes les actions de la Société visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre, au Prix de l'Offre, i.e. 85 € par action SIPH, pendant une période de 15 jours de négociation.

L'Initiateur s'est réservé le droit, à compter du dépôt du projet de note d'information et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des actions de la Société sur le marché, via Oddo & Cie agissant en tant que prestataire de services d'investissement et membre de marché acheteur, dans la limite de 30% des titres existants visés par l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

Dans ce cadre, l'Initiateur a acquis sur Euronext Paris, entre le 6 juin 2017 et le 19 juin 2017, 201.039 actions de la Société au prix de l'Offre (soit 85 € par action).

2.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Comme indiqué à la section 1.1.2 de la présente note d'information, l'Initiateur détenait au 19 juin 2017 1.406.095 actions et 2.467.526 droits de vote de la Société, représentant 27,78% du capital et au moins 27,58% des droits de vote de la Société. De même, SIFCA, agissant de concert avec l'Initiateur, détenait 2.813.410 actions et 5.626.820 droits de vote de la Société, représentant 55,59% du capital et au moins 62,89% des droits de vote de la Société.

Dans ces conditions, le Concert détenait un total de 4.219.505 actions et 8.094.346 droits de vote de la Société, représentant 83,38% du capital et au moins 90,47% des droits de vote de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des actions SIPH qui ne sont pas détenues par l'Initiateur ou SIFCA à la date de la présente note d'information, soit un nombre maximal de 841.285 actions SIPH représentant à la connaissance de l'Initiateur 16,62% du capital et au moins 9,53% des droits de vote de la Société.

A la date de la présente note d'information, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun titre de capital ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions SIPH.

2.3 Autres termes de l'Offre

En application de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principales caractéristiques de l'Offre a été diffusé le 6 juin 2017 par l'Initiateur et publié sur le site internet de l'Initiateur (www.michelin.com).

L'AMF a publié le 20 juin 2017 une décision de conformité relative à l'Offre sur son site Internet (www.amf-france.org), après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires applicables

La note d'information ayant reçu le visa de l'AMF et le document intitulé « Autres informations » relatif, en particulier, aux caractéristiques juridiques, financières, et comptables de l'Initiateur seront tenus gratuitement à disposition du public, au plus tard à la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège de Oddo & Cie et au siège de la

Manufacture Française des Pneumatiques Michelin. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites internet de Michelin (www.michelin.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

2.4 Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de 15 jours de négociation.

Pour répondre à l'Offre, les actionnaires dont les actions sont inscrites au nominatif pur doivent demander l'inscription de leurs titres au nominatif administré chez un intermédiaire financier habilité, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur, auquel cas ils perdront les avantages attachés au caractère nominatif des actions (tel que le droit de vote double le cas échéant attaché à ces actions). En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur devront demander au teneur de compte-titres nominatif de la Société, à savoir à ce jour CACEIS Corporate Trust - 14, rue Rouget de Lisle – 92862 Issy-les-Moulineaux Cedex 9, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur. Les actions apportées à l'Offre doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit, à sa seule discrétion, d'écarter toute action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

La présente Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

Les actionnaires de SIPH qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre, devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions SIPH (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre d'apport à l'Offre qui sera irrévocable quelle que soit la procédure de règlement-livraison retenue, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, en précisant s'ils optent pour la cession de leurs actions SIPH :

- (i) soit sur le marché, auquel cas ils devront remettre leur ordre de vente au plus tard le jour de la clôture de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, au plus tard deux (2) jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs ;
- (ii) soit dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, auquel cas ils devront remettre leur ordre d'apport au plus tard le jour de la clôture de l'Offre et le règlement-livraison interviendra après les opérations de semi-centralisation. Dans ce cadre, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires vendeurs majorés de la TVA y afférente à hauteur de 0,2% du montant de l'ordre, dans la limite de 70 € par dossier, ces montants s'entendant toutes taxes incluses, dès lors que les demandes de remboursement des frais mentionnés ci-dessus sont adressées directement au membre du marché acheteur par les intermédiaires financiers dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la clôture de l'Offre. Passé ce délai, le remboursement de ces frais ne sera plus effectué.

Oddo & Cie, agissant en tant que prestataire de services d'investissement et membre de marché acheteur, se portera acquéreur des actions apportées à l'Offre.

2.5 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre. À titre indicatif, un calendrier de l'Offre figure ci-après :

6 juin 2017	Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information auprès de l'AMF, mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de Michelin du projet de note d'information de l'Initiateur
	Diffusion d'un communiqué de presse relatif au dépôt du projet de note d'information
6 juin 2017	Dépôt du projet de note en réponse de la Société (comprenant l'avis motivé du conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant), mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de la Société
	Diffusion d'un communiqué de presse de la Société relatif au dépôt du projet de note en réponse
20 juin 2017	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information de l'Initiateur et sur la note en réponse de la Société
	Mise à disposition de la note d'information visée de l'Initiateur et de la note en réponse visée de la Société sur le site internet de l'AMF et respectivement sur les sites internet de Michelin et de la Société
21 juin 2017	Dépôt par l'Initiateur auprès de l'AMF du document « Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de CFM, mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de Michelin
	Dépôt par la Société auprès de l'AMF du document « Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de SIPH, mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de la Société
	Diffusion d'un communiqué relatif à l'obtention du visa de l'AMF sur la note d'information et à la mise à disposition du document « Autres Informations » de l'Initiateur
	Diffusion d'un communiqué relatif à l'obtention du visa de l'AMF sur la note en réponse et à la mise à disposition du document « Autres Informations » de la Société
22 juin 2017	Ouverture de l'Offre
12 juillet 2017	Clôture de l'Offre
17 juillet 2017	Publication des résultats de l'Offre par l'AMF

Dès que possible après la publication des résultats Date indicative de mise en œuvre du retrait obligatoire (si les conditions sont réunies)

2.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

La présente note d'information n'est pas destinée à être distribuée dans des pays autres que la France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ni d'aucun visa en dehors de la France. Les actionnaires de la Société en dehors de France ne peuvent participer à l'Offre, à moins que la loi et la réglementation qui leur sont applicables ne leur permettent sans qu'aucune autre formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur. En effet, la participation à l'Offre et la distribution de la présente note d'information peuvent faire l'objet de restrictions en dehors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes faisant l'objet de telles restrictions, directement ou indirectement, et n'est pas susceptible d'acceptation s'agissant d'ordres émanant de pays au sein desquels l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes en possession de la présente note d'information doivent se conformer aux restrictions en vigueur au sein de leur pays. Le non-respect de ces restrictions peut constituer une violation des lois et règlements applicables aux places de marché des pays en question.

L'Initiateur rejette toute responsabilité dans l'hypothèse de la violation par toute personne de restrictions qui lui sont applicables.

La présente note d'information ainsi que les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent ni une offre de vente, ni une sollicitation, ni une offre d'achat de titres dans un pays au sein duquel l'Offre serait illégale. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, enregistrement ou visa en dehors de France.

La présente note d'information ne constitue pas une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas proposée, directement ou indirectement, aux États-Unis, aux personnes résidant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou de commerce (incluant de manière non limitative la transmission par fax, téléphone et par courrier électronique) aux États-Unis, ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire de la présente note d'information, aucun autre document lié à la présente note d'information ni aucun document relatif à l'Offre ne peut être envoyé par la poste, communiqué ou publié par un intermédiaire ou n'importe quelle autre personne aux États-Unis sous quelque forme que ce soit. Les États-Unis correspondent aux États-Unis d'Amérique, ses territoires et possessions, tous ses États, ainsi que le district de Columbia.

2.7 Financement de l'Offre

2.7.1 Frais liés à l'Offre

Les frais engagés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (incluant en particulier les frais liés aux conseils financiers, juridiques et comptables et de tout autre expert ou consultant ainsi que les coûts de publicité et de communication) sont estimés à 600 K€ environ (hors taxes).

2.7.2 Modalités de financement de l'Offre

Le prix d'acquisition par l'Initiateur des actions de la Société que le Concert ne détenait pas encore à la date du projet de note d'information (sur la base du capital social de la Société à la date de dépôt de la présente note d'information, en prenant pour hypothèse que les 1.042.324 actions visées par l'Offre seraient apportées à celle-ci et sur la base d'un prix de 85 € par action SIPH) s'élèverait à un total d'environ 88,6 M€ (hors frais et honoraires).

Le financement des sommes dues par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre sera réalisé sur ses fonds propres.

2.8 Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française, les développements suivants décrivent les conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre.

L'attention de ces derniers est toutefois appelée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal en vigueur et qu'elles n'ont pas vocation à constituer une analyse exhaustive de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à eux. Ils sont donc invités à prendre contact avec leur conseiller fiscal habituel afin de s'informer du régime fiscal applicable à leur situation particulière.

Ce résumé est fondé sur les dispositions légales françaises en vigueur à la date de la présente note d'information et est donc susceptible d'être affecté par d'éventuelles modifications des règles fiscales françaises, qui pourraient être assorties d'un effet rétroactif ou s'appliquer à l'année ou à l'exercice en cours et de leur interprétation par l'administration fiscale française.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence et, le cas échéant, aux stipulations applicables de la convention fiscale signée entre la France et cet Etat.

2.8.1 Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux en France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel

(a) Régime de droit commun

(i) Impôt sur le revenu des personnes physiques

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158 6 bis et 200 A du Code général des impôts (« CGI »), les gains nets de cession des valeurs mobilières réalisées par les personnes physiques sont, sauf exception, pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application d'un abattement pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI égal à :

x) 50 % de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins 2 ans et moins de 8 ans, à la date de la cession ;

y) 65 % de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins 8 ans, à la date de la cession.

Pour l'application de cet abattement, la durée de détention est, sauf cas particuliers, décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions.

Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

L'apport des actions de la Société à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les titulaires de ces actions dans le cadre d'opérations antérieures.

Les titulaires de ces actions sont invités à consulter leur conseiller fiscal habituel.

(ii) Prélèvements sociaux

Les gains nets de cession de valeurs mobilières sont, en outre, soumis aux contributions sociales, avant application de l'abattement pour durée de détention énoncé ci-avant, au taux global de 15,5% réparties comme suit :

- 8,2% au titre de la contribution sociale généralisée (« CSG ») ;
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS ») ;
- 4,8% au titre du prélèvement social et de sa contribution additionnelle ; et
- 2% au titre du prélèvement de solidarité.

Hormis la CSG, déductible à hauteur de 5,1 points du revenu global imposable l'année de son paiement, ces contributions sociales ne sont pas déductibles du revenu imposable.

(iii) Autres contributions

L'article 223 *sexies* du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable concerné excède certaines limites. L'assiette de la taxe est constituée du montant du revenu fiscal de référence du foyer fiscal tel que défini au 1 du IV de l'article 1417 du CGI, sans qu'il soit tenu compte des plus-values en report mentionnées au I de l'article 150-0 B ter, retenues pour leur montant avant application de l'abattement pour durée de détention mentionné au 1 de l'article 150-0 D, pour lesquelles le report d'imposition expire et sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A (le « **Revenu Fiscal de Référence Corrigé** »). Le revenu fiscal de référence visé comprend notamment les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par les contribuables concernés, avant application de l'abattement pour durée de détention.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3 % à la fraction du Revenu Fiscal de Référence Corrigé comprise entre 250 000 et 500 000 € pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du Revenu Fiscal de Référence Corrigé comprise entre 500 000 et 1 000 000 € pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4 % à la fraction du Revenu Fiscal de Référence Corrigé supérieure à 500 000 € pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du Revenu Fiscal de Référence Corrigé supérieure à 1 000 000 € pour les contribuables soumis à imposition commune.

(b) Cas des actions détenues dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (« PEA »)

Les personnes qui détiennent des actions de la Société dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Sous le respect de certaines conditions, le PEA donne droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA ;
- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de 5 ans après la date d'ouverture du PEA, y compris du fait d'un retrait partiel intervenant après 5 ans et avant 8 ans) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de 8 ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan, ledit gain net n'étant de surcroît pas pris en compte pour le calcul de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite au paragraphe (iii) du (a) ci-avant mais restant néanmoins soumis aux prélèvements sociaux décrits au paragraphe (ii) du (a) ci-avant (étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux est susceptible de varier (entre 0% et 15,5%) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté).

Des dispositions particulières, non-décrites dans la présente note d'information, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.8.2 Impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun

(a) Régime de droit commun

Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'actions sont en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (actuellement de 28% ou 33,1/3% - CGI, art. 219) majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% (article 235 ter ZC du CGI), qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 € par période de 12 mois.

Cependant, les sociétés dont le chiffre d'affaires (hors taxes) est inférieur à 7.630.000 €, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, bénéficient d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15%, dans la limite d'un bénéfice imposable de 38 120 € pour une période de 12 mois. Ces sociétés sont également exonérées de la contribution additionnelle de 3,3%.

Les moins-values réalisées lors de la cession d'actions viennent, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

Il est enfin précisé que l'apport des actions de la Société à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les titulaires de ces actions dans le cadre d'opérations antérieures.

(b) Régime spécial des plus-values à long terme (plus-values de cession de titres de participation)

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession de « titres de participation » détenus depuis au moins 2 ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration, dans les résultats imposables à l'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values ainsi réalisées.

Constituent des titres de participation au sens de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) à condition de détenir au moins 5% des droits de vote de la société émettrice, si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière.

Les personnes susceptibles d'être concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de s'assurer que les actions qu'elles détiennent constituent des titres de participation au sens de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.8.3 Actionnaires non-résidents fiscaux en France

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'actions par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France (sans que la propriété de ces actions soit rattachable à une base fixe ou à un établissement stable soumis à l'impôt en France à l'actif duquel seraient inscrites ces actions), sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que les droits dans les bénéfices sociaux de la société détenus, directement ou indirectement, par le cédant, avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants, n'aient, à aucun moment au cours des 5 années qui précèdent la cession, dépassé ensemble 25 % de ces bénéfices (articles 244 bis B et C du CGI) et (ii) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI. Dans ce dernier cas, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la société, les plus-values sur les actions de cette société qui sont cédées sont imposées au taux forfaitaire de 75 %, sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables. La liste des Etats ou territoires non coopératifs est publiée par arrêté ministériel et mise à jour annuellement.

Les personnes qui ne rempliraient pas les conditions pour bénéficier de l'exonération sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

Les porteurs d'actions de la Société non-résidents fiscaux de France sont toutefois invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable dans leur pays de résidence fiscale.

2.8.4 Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit ces actions à l'actif de leur bilan commercial, ou qui détiennent des actions à travers des plans d'actionnariat salarié, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel.

2.8.5 Droits d'enregistrement

En principe, aucun droit d'enregistrement n'est dû en France à raison de la cession d'actions d'une société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers

ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que cette cession ne soit constatée par un acte. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un enregistrement dans le mois de sa date et cet enregistrement donne lieu au paiement d'un droit (couramment au taux de 0,1%).

Les actions de la Société ne tombent pas dans le champ de la taxe sur les transactions financières française (article 235 *ter* ZD du CGI) étant donné qu'au 1^{er} décembre 2016, la capitalisation de SIPH ne dépassait pas 1 milliard d'euros.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Le prix proposé aux actionnaires de SIPH dans le cadre de l'Offre est égal à 85 € par action SIPH.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont fondés sur une approche multicritères reposant sur des méthodes d'évaluation usuelles et appropriées dans le secteur d'activité de la Société. Les principaux éléments de cette analyse, établie par Oddo & Cie, sont reproduits ci-après.

3.1 Présentation de la Société et de son marché

3.1.1 Historique de SIPH

1905	Création de SIPH en Indochine sous le nom de Société Indochinoise de Plantations d'Hévéas
1936/39	SIPH accélère son développement en acquérant des plantations, notamment auprès du groupe Michelin
1936	Introduction à la bourse de Paris
1956	Fin de la présence française en Indochine (accords de Genève en 1954). Le groupe quitte l'Asie et entre en Côte d'Ivoire avec la création de la Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH), détenue à 50% par l'Etat de Côte d'Ivoire et à 35% par SIPH
1994	L'Etat de Côte d'Ivoire vend 45% de ses parts dans SAPH au groupe Octide Finance
1995	Le groupe Octide Finance devient l'actionnaire majoritaire de SIPH avec 92% des parts
1996	SAPH est introduite à la bourse d'Abidjan à hauteur de 20% de son capital
1997	Entrée de SIPH au Ghana par l'achat des plantations <i>Ghana Rubber Estates Ltd</i> (GREL) au gouvernement ghanéen
1999	Le groupe ivoirien SIFCA, spécialisé dans l'agro-industrie (huile de palme, sucre et caoutchouc), devient actionnaire majoritaire de SIPH
2002	SAPH opère une augmentation de capital, à l'occasion de laquelle Michelin acquiert 9,9% du capital
2005	Le fonds AIG-AIFH (<i>African Infrastructure Fund Holding</i>), qui comprend notamment la filiale de l'Agence Française de Développement - la Proparco, entre au capital de SIPH. Sa participation est portée à 20,75% en décembre par la conversion de 6 millions d'obligations convertibles
2006	Le groupe Michelin entre au capital de SIPH à hauteur de 20% en 2006 en apportant à SIPH quatre plantations au Nigéria
2007	Le fonds AIG-AIFH, qui détenait alors 16,6% du capital de SIPH, se retire du groupe en cédant la totalité de ses titres. A l'issue de cette cession, le flottant passe de 7,8% à 24,4% du capital
2008	Implantation de SIPH au Libéria avec l'acquisition de 60% de la société <i>Cavalla Rubber Corporation</i> (CRC), opérant une plantation d'hévéas
2010	Fusion des cinq entités juridiques nigérianes (WAREL, ORREL, UUREL, AREL et RENL). A l'issue de cette opération, la participation de SIPH dans la filiale du Nigéria, désormais nommée RENL est portée à 70,3% SIPH se renforce au capital de sa filiale ivoirienne cotée SAPH en portant sa participation de 65,8% à 68,1%

2012	SIPH acquiert les 40% de sa filiale CRC qu'elle ne possédait pas encore
2014	Augmentation de capital de CRC par incorporation de créances. Le capital de CRC passe de 13 M\$ à 58 M\$
2016	Michelin franchit le seuil des 25% des droits de vote de SIPH après une acquisition d'actions sur le marché et détient 23,8% du capital

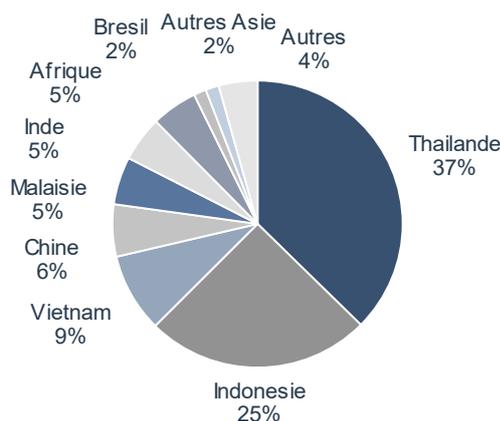
3.1.2 Présentation du marché du caoutchouc

Le caoutchouc est un matériau qui peut être obtenu de deux manières différentes, soit par transformation de la sève d'hévéa – le latex, soit de façon synthétique à partir de monomères issus du pétrole. Le caoutchouc naturel et le caoutchouc synthétique ne sont pas substituables, le caoutchouc naturel étant un composant essentiel pour la production de pneumatiques « complexes » de par ses propriétés physiques supérieures par rapport à celles du caoutchouc synthétique. La proportion des ventes de caoutchouc naturel par rapport aux ventes de caoutchouc synthétique est restée relativement stable dans le temps. Le caoutchouc naturel a même gagné du terrain depuis 1995 ; en 2016, le caoutchouc naturel représentait environ 45% de la consommation mondiale totale de caoutchouc.

Bien qu'originaires de la forêt amazonienne, l'hévéa est aujourd'hui principalement cultivé dans deux régions au climat équatorial favorable : l'Asie du Sud-Est et l'Afrique équatoriale. La culture en Amérique du Sud est freinée dans son développement par un champignon pathogène affectant le développement de l'hévéaculture à l'échelle industrielle. Outre l'hévéa, les zones géographiques en Afrique et en Asie sont également propices à la culture du palmier à huile.

Si la majeure partie de la production mondiale de caoutchouc est située en Asie du Sud-Est, l'Afrique représente le potentiel de croissance le plus important, malgré une activité ne représentant à l'heure actuelle qu'environ 5% de la production mondiale. Le potentiel de croissance des pays leaders en Asie du Sud-Est, notamment la Thaïlande, l'Indonésie et la Malaisie, apparaît limité à cause d'une saturation des espaces cultivables appropriés et de la main d'œuvre disponible, ainsi qu'à cause de la forte concurrence de l'huile de palme, et ce malgré l'émergence d'autres pays tels que le Vietnam ou le Cambodge dans l'hévéaculture.

Figure 1 – Répartition la production mondiale de caoutchouc naturel en volumes (2016)



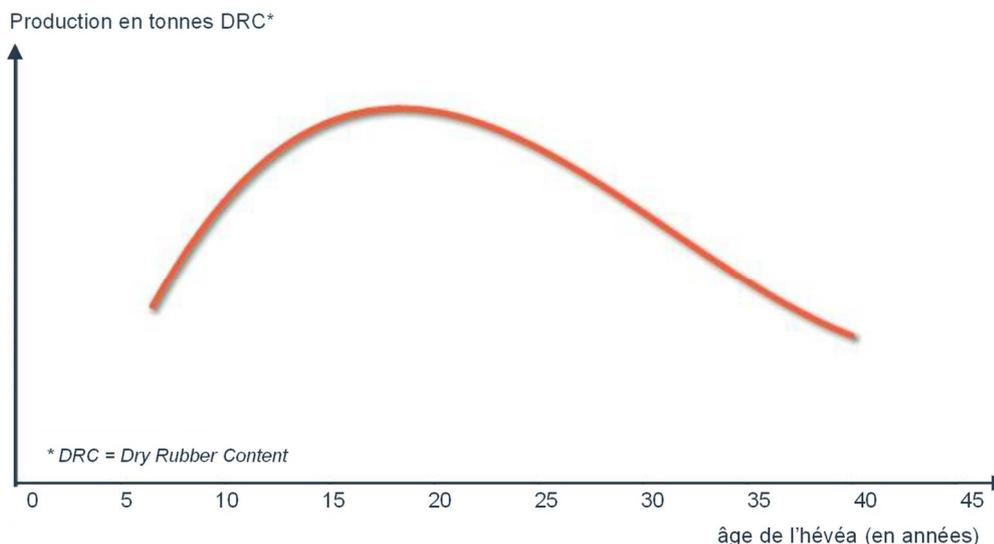
Source : Société, LMC

Le caoutchouc naturel est obtenu par un processus de transformation de la sève de l'hévéa, récoltée grâce à la saignée des arbres. La sève de l'hévéa (le latex), est transformée en caoutchouc via un processus industriel (coagulation, tranchage, crêpage, malaxage). Afin de connaître une production optimum, l'hévéa doit être cultivé puis saigné avec des techniques spécifiques. Après une période de développement en pépinière, l'hévéa planté peut commencer à être saigné entre 5 et 7 ans après sa plantation. La capacité de production des hévéas varie au fil du temps, et après avoir atteint son point culminant à l'âge de 15-20 ans,

décroît progressivement jusqu'à 40 ans, âge auquel les arbres sont arrachés pour être remplacés par des nouveaux.

La mise en place de gains de productivité liés à la recherche et aux améliorations génétiques de l'arbre est ralentie par la longueur de ce processus naturel.

Figure 2 – Récolte de latex en fonction de l'âge de l'hévéa



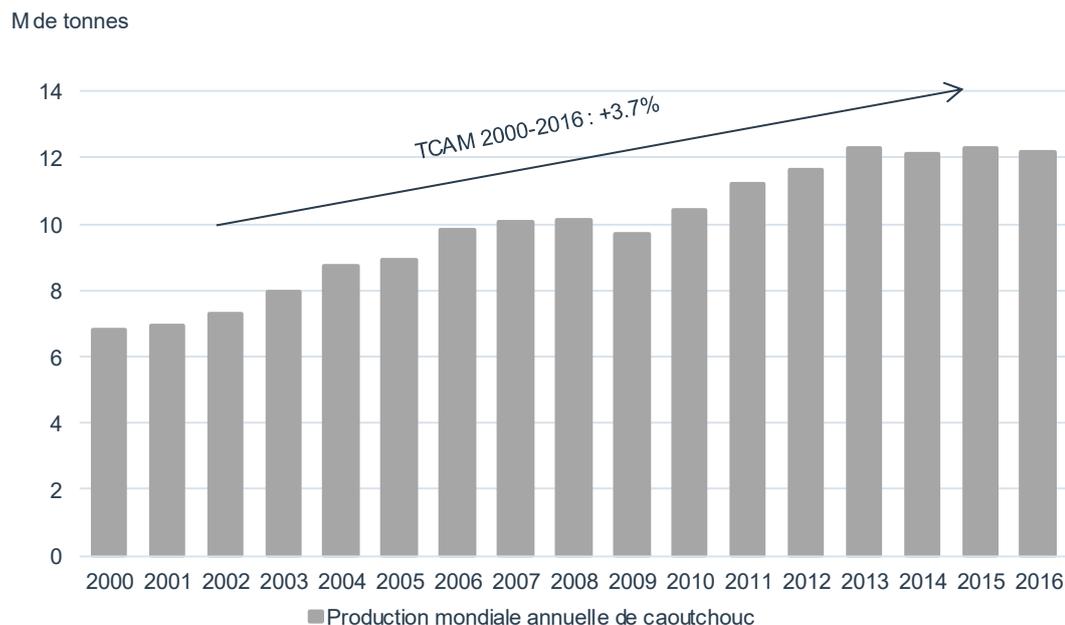
Source : Société

Comme illustré en figure 4, la production de caoutchouc est en croissance régulière depuis près de 20 ans, avec un taux de croissance annuel moyen d'environ 4% sur la période 2000-2016, marqué par de légers replis en 2009 et une stabilisation depuis 2013.

La production de caoutchouc naturel est liée à l'évolution du cours de la matière première, avec néanmoins un décalage de sept ans, compte tenu du processus naturel de maturation des arbres. Des cours hauts vont inciter les producteurs à planter des hévéas, qui seront productifs sept années plus tard, alors que des cours bas vont retarder les investissements.

Ce décalage temporel entre investissements et production est pris en compte par les grands groupes producteurs, à l'horizon d'investissement et de planification suffisamment étendu, mais moins appliqué par les petits producteurs qui représentent la majorité de la capacité de production de latex en Asie. Le comportement de ces derniers influe donc directement sur les cours, contrairement à d'autres matières premières telles que le pétrole (influence importante des grands pays producteurs) ou les minerais (influence des grands groupes mondiaux).

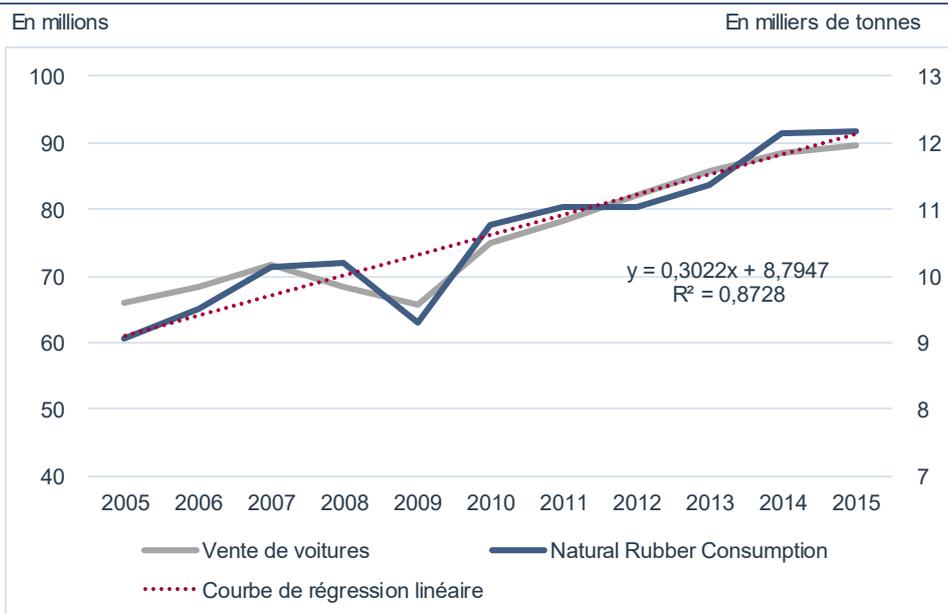
Figure 3 – Evolution de la production mondiale de caoutchouc depuis 2000



Sources : Malaysian Rubber Board et Capital IQ

Le marché du caoutchouc naturel est étroitement lié à celui des pneumatiques, qui représente 75%⁶ des débouchés du secteur. Comme précédemment mentionné, le caoutchouc naturel possède certaines propriétés physiques lui donnant des avantages par rapport au caoutchouc synthétique, notamment sa plus grande résistance à la chaleur et à l'effort qui en fait un matériau plus adapté pour les pneumatiques utilisés dans l'aviation, l'automobile et les poids lourds, ainsi que pour les engins agricoles et miniers. En effet, pour les pneus « complexes », exigeant notamment la haute résistance fournie par le caoutchouc naturel, il n'existe pas de substitut valable. Le caoutchouc naturel est également utilisé pour la fabrication de gants et de préservatifs.

Figure 4 – Evolution des ventes de véhicules et de la consommation de caoutchouc naturel



Sources : The International Organization of Motor Vehicle Manufacturers et Malaysian Rubber Board

⁶ Source LMC, 2016

Le secteur de l'automobile reste donc le premier moteur de la demande de caoutchouc. La corrélation entre le nombre de véhicules vendus et la consommation de caoutchouc naturel est forte (coefficient de corrélation de 87%). Les perspectives du secteur automobile sont favorables pour les prochaines années (les ventes de voitures neuves ont notamment augmenté de 5,1% en 2016). La hausse de la demande de caoutchouc naturel est ainsi principalement tirée par le développement de l'industrie automobile en Chine, mais aussi en Asie du Sud-Est et en Amérique Latine. Dans le même temps, la baisse des cours depuis 2011 a entraîné une phase de sous-investissements agricoles qui devrait se traduire par un inversement des rapports offres/demandes dans les prochaines années et une évolution favorable du cours du caoutchouc à moyen-terme.

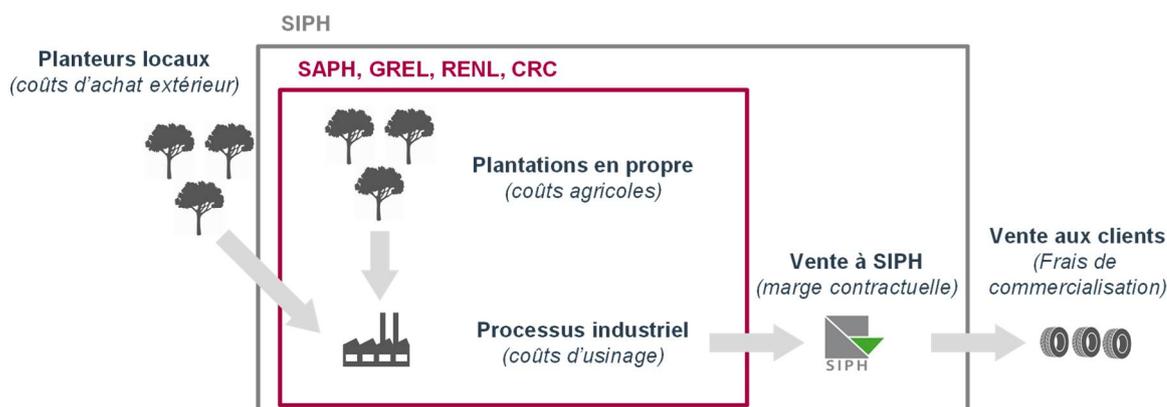
A ce titre, la hausse des cours observée au cours du quatrième trimestre 2016 et en début d'année 2017 est liée à des facteurs externes conjoncturels, notamment des conditions météorologiques défavorables en Thaïlande. Après avoir fortement augmenté, le cours du caoutchouc devrait poursuivre la baisse observée depuis février 2017. A court terme, la pression à la baisse sur les cours devrait s'accroître à cause des stocks de matière première constitués durant la période de cours bas, entraînant une offre excédentaire qui ne devrait pas se résorber rapidement. Sur le long terme, les perspectives du secteur s'orientent vers une hausse structurelle de la demande et des cours du caoutchouc.

3.1.3 Description de l'activité de la Société

SIPH est actif dans la production et la commercialisation de caoutchouc naturel. SIPH possède quatre filiales de production présentes en Afrique (SAPH en Côte d'Ivoire, GREL Ltd au Ghana, REN Ltd au Nigéria, CRC au Libéria) et assure la commercialisation du caoutchouc transformé.

La transformation de la sève en caoutchouc, et notamment en caoutchouc techniquement spécifié (TSR) utilisé pour les pneus dans l'industrie automobile, nécessite un contrôle qualité strict. Les investissements de SIPH dans son appareil de production lui permettent de transformer des matières premières de qualités originelles inégales dans ses différents sites de production. La Société possède 8 usines de transformation : 5 en Côte d'Ivoire, 1 au Ghana, 1 au Nigéria, et 1 au Libéria.

Figure 5 – Aperçu du modèle économique de SIPH



Source : Société

La Société exploite des plantations d'hévéas fournissant une partie de la matière première utilisée. SIPH se fournit également en matière première auprès de producteurs indépendants, qui ont représenté 67% des matières premières utilisées par la Société en 2016. Cette structure donne à la Société un levier opérationnel permettant de limiter l'impact de la volatilité des cours du caoutchouc sur les résultats du groupe. En effet, la production en propre permet de bénéficier pleinement des hausses des cours du caoutchouc (les charges étant en grande partie fixes ou non corrélées au cours). A l'inverse, le *remilling*, dont les prix

d'achat aux producteurs locaux sont indexés sur les cours en vigueur, permet de limiter l'impact d'une potentielle baisse des cours en diminuant le coût de revient de la matière première.

La Société a par ailleurs commencé très récemment à se diversifier dans la production d'huile de palme, cette activité demeurant très marginale à ce stade et ayant vocation à le demeurer. Nombre de ses concurrents, tels que la Socfinaf, sont actifs dans les deux activités depuis de nombreuses années. Cette diversification permettra à SIPH de bénéficier de l'arrivée à maturité plus rapide des palmiers que des hévéas (3 ans contre 7).

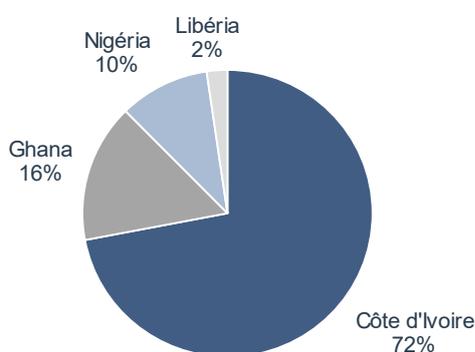
La grande concentration des acteurs de l'industrie pneumatique rend SIPH tributaire de ses clients principaux, ce qui se traduit par le fait que les 10 premiers clients représentent plus de 85% du chiffre d'affaires (2016). Le premier client est R1 International, qui représente 25,1% du chiffre d'affaires consolidé (2016) de SIPH. Le second client est Michelin, auquel SIPH a vendu pour 66 M€ en 2016, ce qui a représenté 24,8% du CA consolidé.

Répartition de la production par pays

Avec près de 220.000 tonnes de caoutchouc produites en 2016, SIPH est le principal producteur de caoutchouc en Afrique. SIPH est également le principal acheteur aux petits planteurs locaux dans les pays où la Société est présente, ancrant sa chaîne de valeur directement dans le tissu économique local.

La Société n'est plus présente sur le continent asiatique, qui représentait en 2016 plus de 90% de la production mondiale. A l'échelle mondiale, SIPH représente ainsi 1,8% de la production totale.⁷

Figure 6 – Répartition de la production de SIPH en volume par zone géographique (2016)

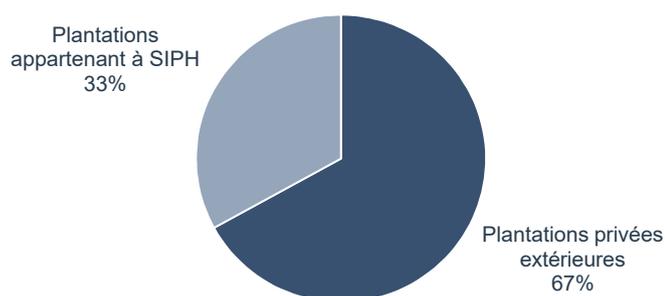


Source : Société

La Côte d'Ivoire est le principal pays contributeur du Groupe avec plus de 70% de la production en 2016. La production de la Société a fortement cru au cours des 10 dernières années (+10% en moyenne par an) en raison d'investissements continus dans les plantations, et les capacités d'usinage.

⁷ Sources : Société, LMC

Figure 7 – Répartition de la production en volume par type d’approvisionnement (2016)



Source : Société

Figure 8 – Evolution de la production de SIPH (2006-2016)

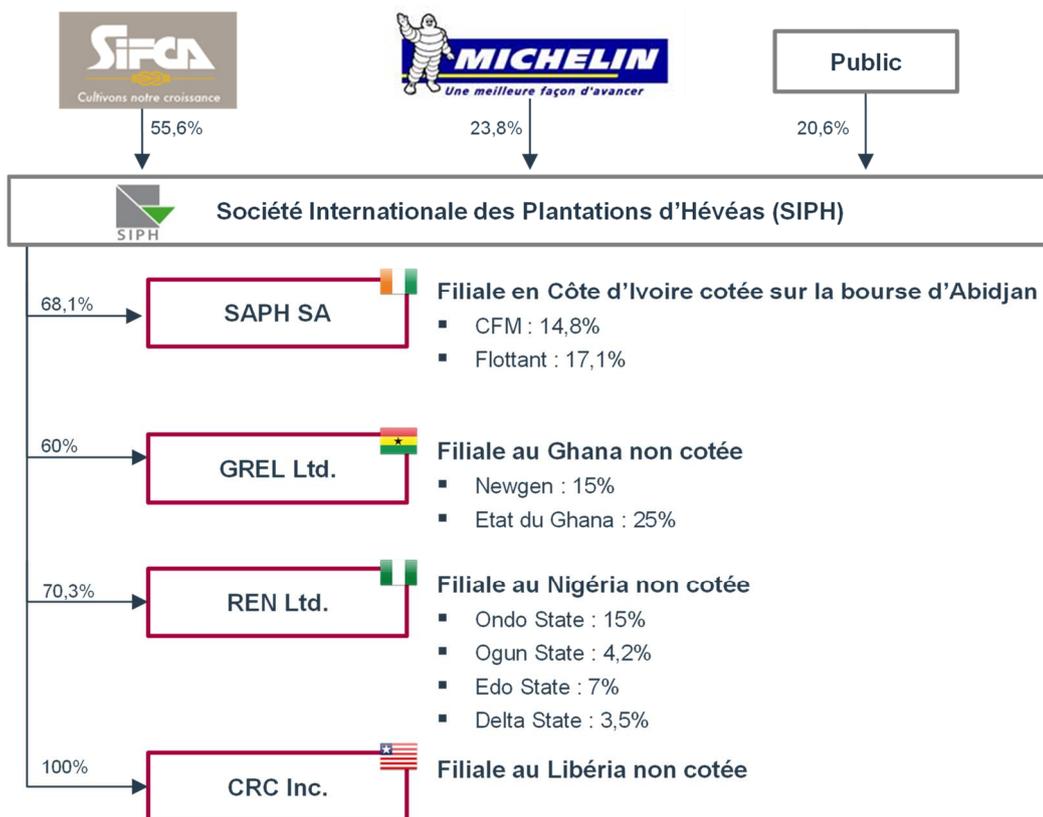


Source : Société

Organigramme opérationnel

SIPH est organisée sous la forme d’une holding opérationnelle détenant majoritairement ses 4 filiales opérationnelles SAPH, CRC, GREL et RENL.

Figure 9 – Organigramme de la Société au 31.12.2016 (détenion du capital)



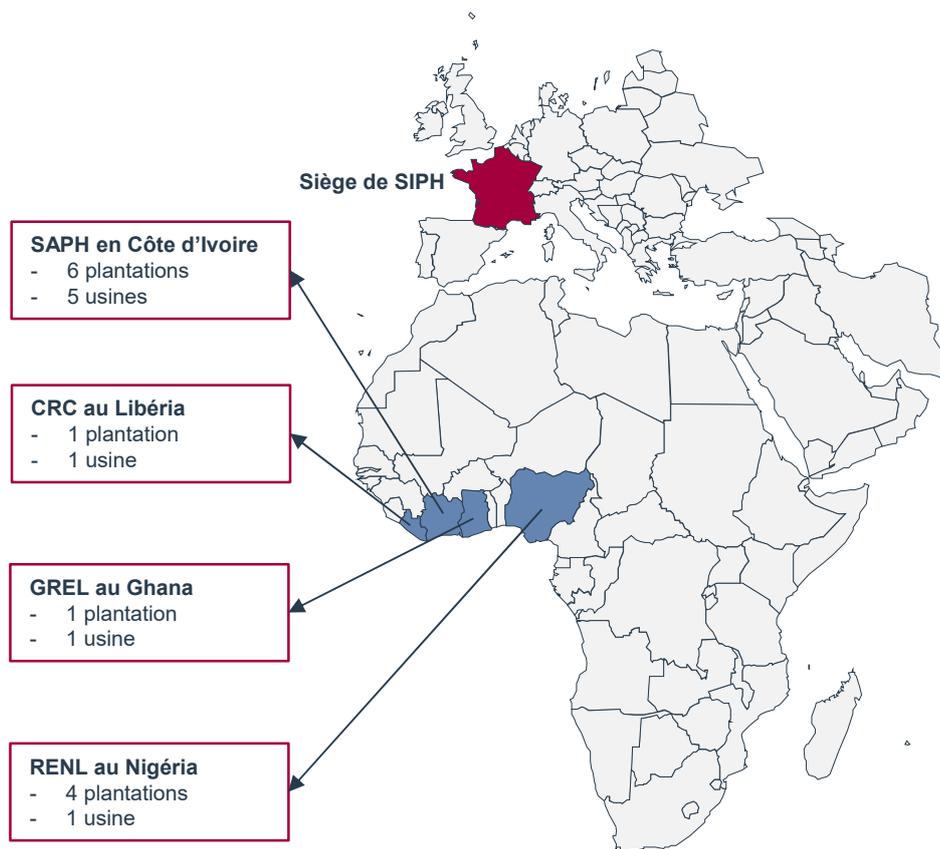
Source : Société

Organisation fonctionnelle

La majorité du caoutchouc produit au sein des 4 filiales en Afrique est vendue au prix de marché à SIPH. Une minorité du caoutchouc produit est vendue directement par les filiales, principalement à des acteurs locaux. SIPH revend ensuite le caoutchouc à ses clients en prélevant une marge de commercialisation.

Outre son activité de commercialisation, SIPH fournit à ses filiales une partie des intrants et consommables et une assistance technique couvrant tous les domaines nécessaires (domaines agricoles, industriel, mais aussi en management opérationnel, en gestion et en développement). Ces assistances techniques sont rémunérées à des conditions de marché (commissions fixes ou déterminées en pourcentage du chiffre d'affaires caoutchouc selon les filiales).

Figure 10 – Implantation géographique de SIPH (2016)



Source : Société

3.1.3.1 *Environnement concurrentiel*

Les principaux concurrents de SIPH sont majoritairement des filiales de grands groupes produisant également de l'huile de palme. Aucune société ne présente le même profil de *pure player*. En effet, si SIPH commence à se diversifier, elle n'a vocation qu'à produire une quantité marginale d'huile de palme.

Côte d'Ivoire

La Côte d'Ivoire est le principal producteur de caoutchouc et relais de croissance en Afrique avec environ 480.000 tonnes produites en 2016⁸. Contrairement à d'autres pays africains, il existe une importante production indépendante dans le pays qui rassemble près de 150 000 petits producteurs locaux. Les investissements dans l'hévéaculture ont été importants et vont rester dynamiques durant les prochaines années ; la croissance attendue de la production devrait s'élever à environ 6% par an pour atteindre 600.000 tonnes de caoutchouc d'ici 2025⁹.

SIPH est présent dans le pays depuis 1956. SAPH est le leader de la production de caoutchouc en Côte d'Ivoire, avec une part de marché de l'ordre de 40%. Sous l'impulsion de la forte croissance de la production ivoirienne, les achats de SAPH aux planteurs villageois ont considérablement augmenté ces dernières années, passant de 60 000 tonnes en 2010 à plus de 120.000 tonnes en 2016. La part d'achats aux planteurs locaux devrait, selon le management, encore augmenter très significativement dans les dix prochaines années avec la mise en exploitation des surfaces plantées au cours des sept dernières années.

⁸ Source : Agence EcoFin

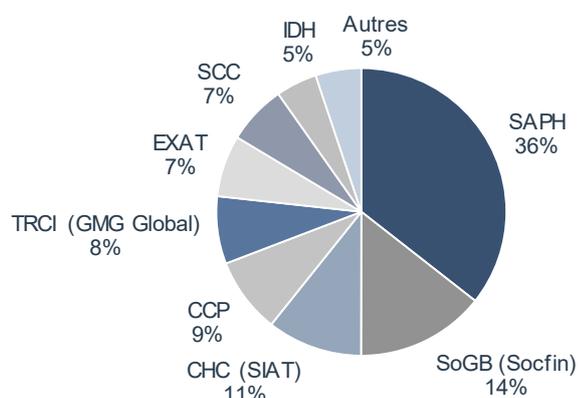
⁹ Source : Association des professionnels du caoutchouc naturel de Côte d'Ivoire (APROMAC)

La stratégie de SAPH est d'augmenter progressivement ses capacités industrielles, afin d'accompagner la croissance attendue du marché. SAPH a déjà réalisé des investissements industriels importants, avec notamment la construction de deux nouvelles usines (Rapides Grah et Bongo) en 2014 et 2015, portant le nombre d'usines dans le pays à cinq et faisant passer la capacité du groupe de 120.000 tonnes/an à 180.000 tonnes/an. SAPH prévoit de continuer ses investissements dans le futur, avec l'agrandissement et l'optimisation d'usines existantes, et la construction d'une nouvelle usine à horizon 2020.

Les principaux concurrents identifiés¹⁰, qui se partagent environ 60% de la production en Côte d'Ivoire, sont :

- Socfinaf, société produisant à la fois du caoutchouc et de l'huile de palme et détenant environ 20% de parts de marché. Le chiffre d'affaires hévéa et huile de palme de Socfinaf atteint 291 M€ en 2016. Il s'agit d'une filiale du groupe Socfin, lui-même détenu par le groupe Bolloré. Le groupe Socfin a réalisé un chiffre d'affaires total de 517,3 M€ en 2016, pour un chiffre d'affaires « hévéa » de 148,6 M€. Ce chiffre d'affaire correspond à 123 645 tonnes de production en 2016 ;
- Halcyon, qui est un acteur majeur du caoutchouc avec une implantation originellement en Asie et une présence récente en Afrique, où les principaux acteurs asiatiques commencent à s'implanter par manque d'opportunités de croissance domestiques. Le groupe possède une part de marché estimée à environ 10% de la production ivoirienne. Halcyon est détenu par le groupe chinois Sinochem. Halcyon possède une capacité de production de près d'1,4 million de tonnes, soit environ 11% de la production mondiale en 2016. Le chiffre d'affaires d'Halcyon atteint 1 Mds\$ en 2016 ;
- Siat, groupe belge cumulant les activités d'huile de palme et de caoutchouc et surtout présent au Gabon et en Côte d'Ivoire. Le groupe Siat possède une part de marché estimée à environ 10% de la production de caoutchouc ivoirienne.

Figure 11 – Répartition du marché en Côte d'Ivoire



Source : Association des professionnels du caoutchouc naturel de Côte d'Ivoire (APROMAC)

Ghana

L'implantation de SIPH au Ghana, par l'achat des plantations Ghana Rubber Estates Ltd (GREL) au gouvernement ghanéen, date de 1997. A cette époque, SIPH avait racheté de vieilles plantations peu productrices et s'était inscrit dans un processus de développement de

¹⁰ Sources : Sociétés Socfinaf, SIAT et Halcyon

l'hévéaculture dans le pays, notamment vis-à-vis des petits planteurs locaux. Le projet « *Rubber Outgrowers Unit* », financé par l'Agence Française de Développement (AFD) avec la participation du gouvernement ghanéen, relayé par les « *Self Financed Outgrowers* » appuyés par GREL, a abouti à la plantation de 43.000 hectares d'hévéas sur les 15 dernières années.

L'usine que possède GREL au Ghana atteindra en 2017 sa capacité maximale. Faute de pouvoir étendre le site existant, une seconde usine modulable, dont le projet a déjà été lancé, est prévue pour 2019.

Par conséquent, les initiatives dans le pays ont permis une croissance soutenue pour GREL, qui devrait s'accroître avec l'implantation en zone Est où un accord a été passé qui donne à GREL la possibilité d'acquérir encore de vastes espaces agricoles. Ces actions devraient permettre au groupe de s'établir encore plus durablement comme le leader de la production de caoutchouc au Ghana, où SIPH dispose pour le moment du statut d'usiner unique. L'arrivée à moyen-terme de concurrents sur le marché ghanéen est néanmoins à prévoir. A l'heure actuelle, seule Socfinaf possède une présence marginale dans le pays, avec une petite plantation (643 hectares) sans capacité industrielle.

Nigéria

Les plantations de SIPH au Nigéria ont été acquises lors de l'entrée de Michelin au capital de la Société en 2006. Bien que l'hévéaculture ne soit que peu présente au Nigéria, les cultures apportées par Michelin sont de qualité, et possèdent un potentiel existant de 30.000 tonnes par année à horizon moyen-terme.

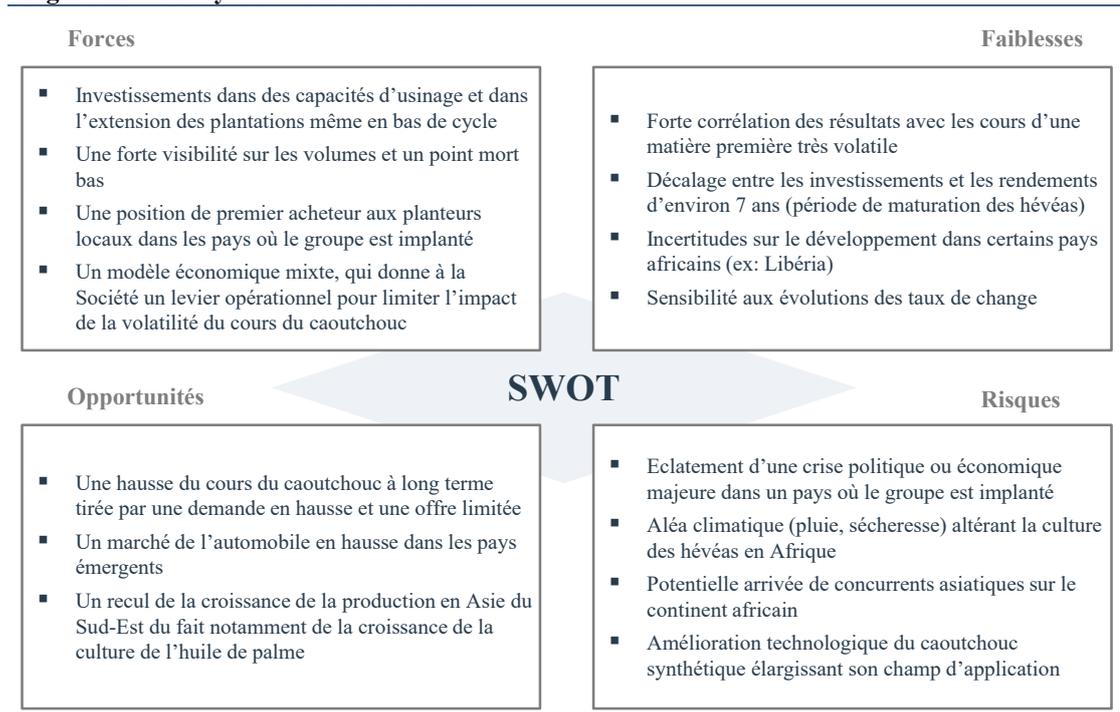
La concurrence apparaît très limitée au Nigéria.

Libéria

SIPH s'est implantée au Libéria en 2008 avec l'acquisition de 60% de la société Cavalla Rubber Corporation (CRC), opérant une plantation âgée d'hévéas de 6.100 hectares. Le groupe bénéficie également d'environ 35.000 hectares sous concession. Le développement de la production de caoutchouc dans le pays est néanmoins complexe, au regard d'un contexte économique difficile. L'implantation au Libéria a notamment été suivie par la baisse des cours du caoutchouc à partir de 2011.

3.1.3.2 Analyse SWOT

Figure 12 – Analyse SWOT de la Société



3.1.4 Analyse financière historique

3.1.4.1 Compte de résultat historique consolidé

Figure 13 – Compte de résultat consolidé simplifié

En M€ - FYE 31/12	2013a	2014a	2015a ¹	2016a	S1 2015a ¹	S2 2015a	S1 2016a	S2 2016a
Compte de résultat								
Chiffre d'affaires	365,1	250,1	247,0	267,9	106,8	140,2	107,1	160,8
Croissance en %	(12,9%)	(31,5%)	(1,3%)	8,5%	(16,1%)	31,3%	0,3%	50,1%
Marge sur coûts directs	87,7	47,0	49,6	60,5	19,5	30,1	16,9	43,6
En % du chiffre d'affaires	24,0%	18,8%	20,1%	22,6%	18,2%	21,5%	15,7%	27,1%
Résultat opérationnel courant	(24,4)	(66,5)	6,9	18,8	(2,1)	9,0	(5,1)	23,9
En % du chiffre d'affaires	(7,5%)	(26,6%)	2,8%	7,0%	(2,0%)	6,4%	(4,8%)	14,9%
Résultat opérationnel	(36,2)	(77,3)	(1,2)	14,1	(3,7)	2,5	(7,5)	21,6
En % du chiffre d'affaires	(11,1%)	(30,9%)	(0,5%)	5,3%	(3,5%)	1,8%	(7,0%)	13,4%
Impôts sur le résultat	(0,4)	15,4	(7,5)	1,3	1,6	(9,1)	(2,2)	3,5
Résultat net	(38,4)	(61,9)	(1,7)	9,7	(2,4)	0,7	(8,3)	18,0
En % du chiffre d'affaires	(11,8%)	(24,8%)	(0,7%)	3,6%	(2,2%)	1,6%	(7,7%)	11,2%
Intérêts minoritaires	(3,2)	(17,0)	0,4	2,9	(0,4)	0,8	(2,2)	5,1
Résultat net part du groupe	(35,2)	(45,0)	(2,1)	6,9	(2,0)	(0,1)	(6,1)	13,0

¹ Retraité après l'incidence de l'application des normes IAS 16 et IAS 41 révisées.

Les exercices 2015 et 2016 utilisent donc un référentiel comptable différent des exercices 2013 et 2014.

Source : *Rapports annuels et semestriels de 2013 à 2016*

Analyse de l'évolution du chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires de la Société est fortement corrélée au prix du caoutchouc, et très sensible à la volatilité du cours sous-jacent. La Société est cependant parvenue dans une certaine mesure à compenser la baisse des cours constatée au cours des dernières années par une hausse continue des volumes de production.

Le premier semestre de 2016 présente des résultats assez similaires à ceux de 2015, avec un chiffre d'affaires stable. Cette stabilité cache une importante baisse des prix (-12,3%), compensée par une augmentation des tonnages vendus. Cette augmentation a été rendue possible par les investissements industriels importants entrepris par la Société, notamment au Ghana et en Côte d'Ivoire dans le cadre d'un programme de développement industriel significatif. Ces investissements concernent notamment l'équipement de toutes les usines d'une unité de « pré-traitement du caoutchouc » afin de garantir une meilleure qualité du produit fini. En parallèle, une nouvelle usine a été construite en Côte d'Ivoire.

Le chiffre d'affaires du deuxième semestre 2016 présente une forte augmentation par rapport à celui du premier semestre (+50%). Cette hausse du chiffre d'affaire est liée à la saisonnalité de la production du fait de « l'hivernage¹¹ » lors du premier semestre. Ainsi, 40% de la production est normalement effectuée au premier semestre et 60% au deuxième. En 2015 également, le deuxième semestre avait vu l'activité s'accroître, mais de manière moins importante (+31,3%).

Une hausse du chiffre d'affaires est à noter entre 2015 et 2016 (+8,5%). Si le cours du caoutchouc a fortement augmenté sur le quatrième trimestre 2016, une baisse des prix de vente sur l'année de -6,4% a été observée. SIPH a également réussi à augmenter les volumes vendus de 183,5 milliers de tonnes en 2015 à 217,1 milliers de tonnes en 2016 (+18,3%), de manière à compenser cette baisse des prix.

Analyse de l'évolution des marges

Le premier semestre 2016 est caractérisé par une baisse du résultat opérationnel courant de 3 M€ par rapport au 30 juin 2015, malgré un chiffre d'affaire stable. Cette baisse s'explique notamment par une dépréciation des stocks pour un montant de -5,8 M€.

SIPH a renoué avec la rentabilité au second semestre 2016 grâce à une remontée du cours du caoutchouc, et à l'augmentation continue des volumes vendus. La hausse des cours fut sensible à partir d'octobre : le cours moyen pondéré entre le 1er octobre et le 31 décembre 2016 est de 1,79 €/kg, en augmentation de 24,9% par rapport au cours moyen pondéré sur les douze mois précédents.

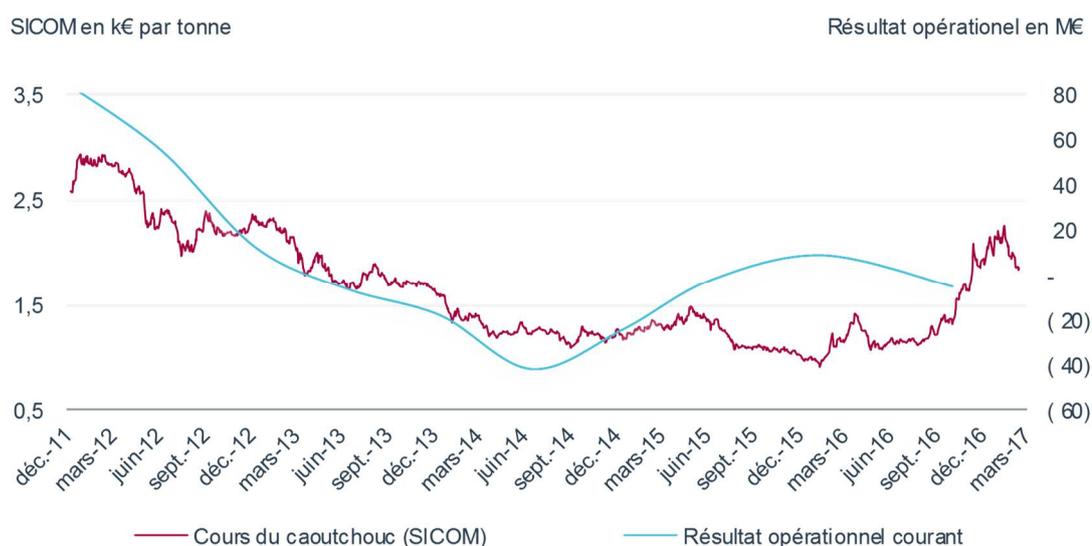
Au 31 décembre 2016, le résultat opérationnel courant s'est élevé à 18,8 M€ (7,0% du chiffre d'affaire) contre 6,9 M€ en 2015 (2,8% du chiffre d'affaire), ce qui représente une hausse de 175% sur la période. Le résultat opérationnel a été positif en 2016, pour la première fois depuis 2013. Le résultat opérationnel s'établissait en effet à -36,2 M€ en 2013, à -77,3 M€ en 2014, à -1,2 M€ en 2015 et à 14,1 M€ en 2016.

Au premier semestre 2016 encore, la Société affichait un résultat net de -8,3 M€, et un résultat net part du groupe de -6,1 M€. Toutefois, au 31 décembre 2016, elle a affiché un résultat net de 9,7 M€.

La Société a mené un effort important de réduction des coûts qui s'est reflété par une baisse des frais généraux de -9,6% entre 2015 et 2016, tout en bénéficiant de l'augmentation du chiffre d'affaires de 8,5%.

¹¹ L'« hivernage » est la période de défoliation puis de refoliation de l'hévéa. Les ressources mobilisées par l'arbre pour la repousse des feuilles nécessitent un arrêt de la saignée.

Figure 14 – Evolution du cours du caoutchouc et du résultat opérationnel sur 5 ans



Source : Capital IQ, Rapports annuels et semestriels de 2013 à 2016

3.1.4.2 Bilan historique consolidé

Figure 15 – Bilan consolidé – actif

Actif en M€ - FYE 31/12	2013a	2014a	2015a ¹	2016a	S1 2015a ¹	S1 2016a
Écart d'acquisition et autres immobilisations incorporelles	16,0	18,0	19,7	17,4	20,1	19,0
Immobilisations corporelles	83,6	96,7	105,7	92,8	101,3	101,0
Actifs biologiques producteurs	98,7	52,2	115,8	114,4	112,0	108,0
Immobilisations financières	1,7	1,1	0,9	0,9	0,9	1,0
Impôts différés	0,7	9,4	2,1	3,4	0,9	1,4
Autres actifs long terme	2,9	2,9	3,4	0,3	3,1	0,2
Actif non courant	203,7	180,1	247,6	229,2	238,3	230,7
Stocks et en-cours	66,5	47,3	50,7	60,0	47,5	45,5
Clients et autres débiteurs	60,0	44,6	34,4	48,6	41,1	38,1
Autres actifs financiers courants	2,8	0,8	0,5	0,4	-	-
Trésorerie et équivalents de trésorerie	31,9	17,4	29,2	25,3	24,7	20,1
Actif courant	161,2	110,0	114,8	134,4	113,3	103,6
Total Actif	365,0	290,1	362,3	363,5	351,6	334,3

¹ Retraité après l'incidence de l'application des normes IAS 16 et IAS 41 révisées.

Les exercices 2015 et 2016 utilisent un référentiel comptable différent des exercices 2013 et 2014.

Source : Rapports annuels et semestriels de 2013 à 2016

Figure 16 – Bilan consolidé – passif

Passif en M€ - FYE 31/12	2013a	2014a	2015a ¹	2016a	S1 2015a ¹	S1 2016a
Capital social	202,2	161,2	142,2	123,5	145,3	130,6
Résultat de l'exercice	(35,2)	(45,0)	(2,1)	6,9	(2,0)	(6,1)
Intérêts minoritaires	62,6	43,1	65,6	61,8	58,9	59,5
Capitaux propres	229,6	159,3	205,6	192,2	202,3	184,1
Emprunts	19,2	44,8	57,6	61,0	75,4	74,4
Impôts différés passifs	15,1	5,7	4,7	6,1	5,5	3,6
Engagements de retraite et avantages assimilés	7,4	7,8	5,8	5,0	8,2	4,8
Autres passifs long terme	3,5	1,5	1,8	1,3	1,5	1,3
Passif non courant	45,2	59,8	69,9	73,5	90,6	84,1
Fournisseurs et autres créditeurs	36,3	35,3	34,4	30,4	30,8	31,7
Dettes d'impôt sur le résultat	6,7	0,1	0,1	0,9	0,0	0,2
Emprunts	44,2	33,9	51,9	54,8	25,8	33,0
Autres passifs financiers courants	1,5	0,8	-	11,2	0,8	0,3
Provisions pour autres passifs	1,5	1,0	0,5	0,5	1,3	0,9
Passif courant	90,2	71,0	86,8	97,8	58,7	66,1
Total Passif	365,0	290,1	362,3	363,5	351,6	334,3

¹ Retraité après l'incidence de l'application des normes IAS 16 et IAS 41 révisées.

Les exercices 2015 et 2016 utilisent un référentiel comptable différent des exercices 2013 et 2014.

Source : Rapports annuels et semestriels de 2013 à 2016

Figure 17 – Bilan économique

En M€ - FYE 31/12	2013a	2014a	2015a ¹	2016a	S1 2015a ¹	S1 2016a
Immobilisations	200,0	167,9	242,1	225,4	234,3	229,0
Autres actifs long terme	2,9	2,9	3,4	0,3	3,1	0,2
Autres actifs courants	2,8	0,8	0,5	0,4	-	-
Besoin en fonds de roulement	90,3	56,5	50,7	78,2	57,8	51,8
Actif économique	296,0	228,1	296,6	304,4	295,2	281,1
Capitaux propres	229,6	159,3	205,6	192,2	202,3	184,1
Provisions	8,9	8,8	6,2	5,5	9,5	5,7
Impôts différés	21,1	(3,6)	2,7	3,6	4,6	2,5
Dettes financières nettes	31,6	61,2	80,3	90,5	76,5	87,3
Autres passifs courants	1,5	0,8	-	11,2	0,8	0,3
Autres passifs long terme	3,5	1,5	1,8	1,3	1,5	1,3
Capitaux engagés	296,0	228,1	296,6	304,4	295,2	281,1

¹ Retraité après l'incidence de l'application des normes IAS 16 et IAS 41 révisées.

Les exercices 2015 et 2016 utilisent un référentiel comptable différent des exercices 2013 et 2014.

Source : Rapports annuels et semestriels de 2013 à 2016

Le règlement 2015/2113 daté du 23 novembre 2015 conduit à une modification des normes IAS 16 « Immobilisations corporelles » et IAS 41 « Agriculture ». Cette nouvelle norme modifie la comptabilisation des « plantes productrices » et dans le cas de SIPH des hévéas ; il est désormais possible de les comptabiliser comme des immobilisations corporelles.¹² Conformément à ce changement de norme, SIPH a réévalué les plantations pour les comptabiliser selon la méthode du coût historique et non plus de la juste valeur, conduisant notamment à une hausse exceptionnelle des capitaux propres de 48,1 M€. Cette hausse est répartie entre une augmentation des capitaux propres retraités de l'exercice 2015 de 46 M€ et une augmentation des capitaux propres de l'exercice 2016 de 2 M€.

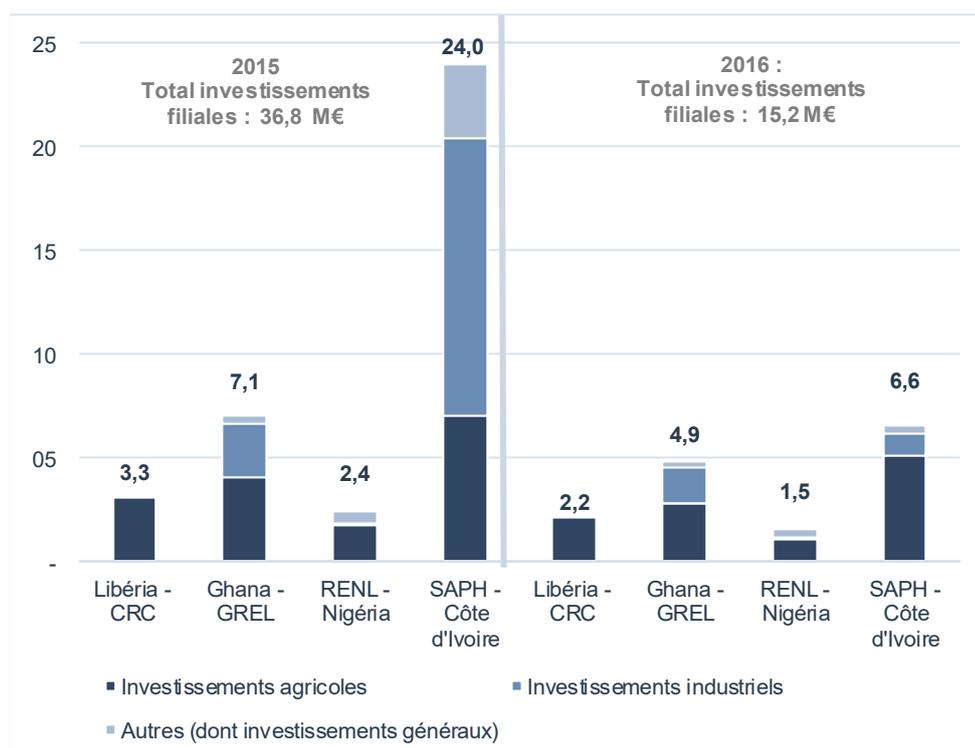
¹² Source : IFRS, Communiqué de presse de Juin 2014, « IASB issues to IAS 41 for bearer plants »

La croissance du BFR entre 2015 et 2016 (+54,4%) s'explique par l'augmentation des stocks (+9,4 M€) et des créances clients (14,2 M€), et une diminution des dettes fournisseurs (-4 M€). La hausse des créances et des stocks est principalement liée à la croissance de l'activité : les volumes vendus ont en effet augmenté de 18,3% entre 2015 et 2016.

Le ratio d'endettement net sur les capitaux propres est passé de 38,4% en 2014 à 47,1% en 2016. La stabilité financière de la Société est étroitement liée à la reprise de cycle du caoutchouc. Dans un contexte de cours bas, la Société a ainsi revu à la baisse son plan d'investissement en 2015 et en 2016. En 2016, la Société a seulement investi 18 M€. Au 31 décembre 2016, l'endettement financier de la Société s'élevait à 90,5 M€.

Analyse des investissements

Figure 18 – Répartition des investissements agricoles et industriels en 2015 et en 2016



Source : Société

Note : Les niveaux d'investissements présentés ne prennent pas en compte les investissements de SIPH au niveau social, mais uniquement ceux des quatre filiales africaines. Le retraitement des actifs biologiques dans le cadre de l'IAS 41 révisé impacte le traitement comptable des investissements, notamment dans l'exercice de consolidation

La Société a maintenu ses investissements, y compris en bas de cycle, afin d'assurer la hausse continue de sa capacité production. Les principaux investissements de la Société ont consisté en :

- l'acquisition de nouveaux terrains visant à sécuriser ses positions face à l'arrivée dans la région d'acteurs asiatiques du caoutchouc ;
- le renouvellement des plantations âgées et la plantation de nouveaux hévéas afin d'assurer la production sur le long terme. L'objectif du groupe est de replanter 15.000 hectares d'ici 2025 ;
- l'augmentation de sa capacité industrielle afin d'assurer le processus de normalisation des qualités du caoutchouc acheté en quantités toujours plus importantes aux producteurs locaux indépendants. L'objectif du groupe est de doubler la production d'ici 2025 pour atteindre 400.000 tonnes.

La rapidité de ces investissements, et particulièrement le renouvellement des plantations, peut être modulée selon la situation de la Société.

SIPH :

Les investissements de l'entité sociale SIPH sont des investissements principalement financiers (prise de participation dans des filiales). En 2012, SIPH a réalisé un investissement de 9 M\$ consistant en l'acquisition des 40% de CRC, que SIPH contrôle désormais à 100%.

SAPH

Les investissements industriels en Côte d'Ivoire en 2015 ont été significatifs (13,4 M€) et correspondent à la construction de la dernière usine. La Côte d'Ivoire est en effet au cœur du dispositif de transformation du caoutchouc de SIPH puisque 5 usines du groupe sur 8 y sont situées. L'objectif de ces investissements est de permettre un traitement toujours plus fin de la matière première et d'améliorer la qualité du produit fini.

CRC :

Au Libéria, les investissements concernent principalement le renouvellement des 35 000 hectares de plantations obtenus en 2012. Ces investissements permettront une augmentation de la production dans 7 ans. Le financement de ces investissements par SIPH s'est fait par une augmentation de capital. En 2014, le capital de CRC passe ainsi de 13 M\$ à 58 M\$.

GREL

Au Ghana, les investissements 2015 et 2016 sont principalement agricoles (57,7% des investissements en 2015 et 58,4% en 2016). Les investissements permettent aussi de promouvoir la plantation indépendante, avec le projet « *self-financed* » qui fournit des plants et de l'assistance technique aux planteurs.

L'augmentation des capacités d'usinage au Ghana a pour objectif de permettre de transformer une quantité toujours plus importante de caoutchouc.

RENL

Au Nigéria, les investissements sont assez réduits en comparaison avec les autres pays. La Société continue la plantation et l'exploitation des terrains apportés par Michelin à la Société en 2006. RENL possède les plantations du groupe avec le meilleur patrimoine génétique : elles ont été bien entretenues par Michelin et exploitées depuis dans les meilleures conditions.¹³

3.2 Méthodologie

3.2.1 Méthodes et références de valorisation écartées

3.2.1.1 Actif net comptable consolidé

Cette méthode consiste à évaluer à leur valeur comptable les différents actifs et passifs inscrits au bilan de la Société. Cette méthode est souvent utilisée par exemple pour évaluer les sociétés de secteurs très spécifiques (banques, foncières). Cette méthode n'apparaît pas adaptée au cas présent dans la mesure où elle ne reflète pas une optique de continuité d'exploitation. En effet, d'une part, une partie très significative de l'activité de la Société consiste en la transformation de caoutchouc acheté à des planteurs extérieurs, d'autre part, depuis l'exercice 2016, la Société comptabilise ses actifs biologiques à leur coût historique.

A titre informatif néanmoins, l'actif net comptable consolidé par action de SIPH s'établit à 25,8 € sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2016.

¹³ Sources : Société

Figure 19 – Actif net comptable consolidé de SIPH

<i>En M€ - 31/12/2016</i>	
Ecart d'acquisition et autres immobilisations corporelles	17,4
Immobilisations corporelles	92,8
Actifs biologiques	114,4
Autres actifs non courants	1,2
Besoin en fonds de roulement	78
Dette financière nette	(101)
Engagements de retraite et autres provisions	(5,5)
Impôts différés nets	(3,6)
Autres passifs non courants	(1,3)
Intérêts minoritaires	(61,8)
Actif net comptable consolidé	130,4
<i>Nombres d'actions ('000)</i>	<i>5 061</i>
Actif net comptable consolidé par action (€)	25,8

Note : sur la base d'un nombre d'actions de 5 060 790

Source : Société

3.2.1.2 Actif net réévalué

L'actif net réévalué (ANR) consiste à corriger l'actif net comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode n'est pas satisfaisante dans le cadre de la valorisation de SIPH dans la mesure où elle ne permet pas d'appréhender pleinement la continuité d'exploitation, à l'inverse de la méthode DCF qui été retenue.

3.2.1.3 Actualisation des dividendes

Cette approche consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. Cette méthode n'a pas été retenue car les dividendes versés historiquement par la Société à ses actionnaires n'ont pas été réguliers et elle est dépendante des prévisions en matière de distribution de dividendes pour les exercices à venir.

Figure 20 – Distribution de dividendes au cours des 10 derniers exercices

Exercice	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dividende net (M€)	10,5	12,1	7,1	15,2	28	40,5	20,2	5,0	-	-	-
Dividende net par action (€)	2,1	2,4	1,4	3,0	5,5	8,0	4,0	1,0	-	-	-
Résultat net PdG (M€)	22,0	30,3	27,1	39,0	66,1	64,6	20,7	(35,2)	(45,0)	(2,1)	6,9
Taux de distribution	47,7%	40,1%	26,1%	39,0%	42,1%	62,7%	97,9%	ns	-	-	-

L'Assemblée Générale Mixte du 20 mai 2008 a décidé de la division par 10 du nominal des actions à compter du 1er juillet 2008.

Les comptes de 2012 sont retraités du fait de la révision de la norme IAS 19 « Avantages au personnel »

3.2.1.4 Multiplés de transactions comparables

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, à partir de multiples de valorisation ressortant d'une part des prix de transactions récentes sur des sociétés appartenant au secteur d'activité de SIPH, et d'autre part de leurs agrégats comptables publiés au dernier exercice clos précédant les transactions.

La difficulté de cette méthode réside dans le choix des transactions retenues comme références de valorisation alors que :

- la qualité et la fiabilité de l'information varient fortement d'une transaction à l'autre en fonction du statut des sociétés rachetées (cotées, privées, filiales d'un groupe) et du niveau de confidentialité de la transaction ;
- les sociétés acquises ne sont jamais parfaitement comparables à l'objet de l'évaluation du fait de leur taille, de leur positionnement, de leur présence géographique, de leur rentabilité, de leurs perspectives de croissance ;
- l'intérêt stratégique d'une acquisition et le pourcentage de capital acquis ont nécessairement une influence significative sur le prix payé (prise en compte de la prime de contrôle, des synergies, etc.).

Dans le secteur d'activité de la Société, les valorisations des sociétés faisant l'objet des transactions sont particulièrement :

- sensibles à l'environnement macro-économique et notamment au cours du caoutchouc en vigueur au moment de la transaction ;
- dépendantes du cycle de plantation et de vie des hévéas (notamment, les premières saignées de latex ne peuvent être réalisées qu'à compter de la septième année suivant la plantation).

Compte tenu des points identifiés ci-dessus, et dans la mesure où il n'existe pas de transactions récentes portant sur des sociétés directement comparables en termes d'activité (production de caoutchouc naturel), de modèle économique (exploitation de plantations d'hévéa, détenues en propre et transformation de caoutchouc provenant d'exploitations villageoises et de planteurs indépendants) et de base géographique (continent africain), cette méthode n'a pas été retenue pour la valorisation de SIPH.

A titre purement indicatif, les transactions suivantes ont été identifiées depuis 2012 :

- Septembre 2016 : acquisition par Halcyon Agri Corporation Ltd, producteur de caoutchouc détenu par Sinochem International, de GMG Global, opérateur de plantation, culture, transformation, commercialisation et exportation de caoutchouc naturel basé à Singapour, via un échange d'actions valorisant le capital de GMG Global à environ 340 M€. Cette transaction pourrait être pertinente, notamment car SIPH et GMG Global disposent d'un modèle économique similaire, toutefois GMG Global extériorisait un résultat net négatif au 31 décembre 2015 ;
- A partir de mars 2016 : Rapprochement des activités de caoutchouc de Sinochem International et de Halcyon Agri Corporate :
 - Acquisition préalable d'une participation de 65,7% dans Halcyon Agri par Sinochem International puis lancement d'une offre publique en numéraire sur le reste du capital. Cette transaction valorisait 100% du capital d'Halcyon Agri à environ 300 M€ (induisant une valeur d'entreprise de 624 M€) ;
 - Acquisition dans la foulée par Halcyon Agri Corporation des activités caoutchouc de Sinochem International par une offre d'échange. La transaction valorise les activités caoutchouc de Sinochem International à environ 140 M€ (toutefois, aucune information n'est disponible sur la cible).
 - Ces transactions ne sont pas pertinentes dans le contexte car Halcyon Agri est davantage diversifié que SIPH et est essentiellement un transformateur de caoutchouc (activité *remilling*).

- Août 2014 : acquisition par Halcyon Agri de Anson Company, propriétaire et exploitant de 9 usines de caoutchouc granulé en Indonésie, pour environ 240 M€. Cette transaction apparaît peu pertinente car Anson Company est avant tout spécialisé dans l'activité de *remilling* ;
- Juillet 2012 : acquisition par GMG Global de 35% du capital de SIAT SA, une société basée en Belgique et possédant divers investissements dans des entités en Afrique, notamment en Côte d'Ivoire, au Ghana, au Nigéria et au Gabon, dans la plantation et la production de caoutchouc, d'huile de palme, pour environ 193 M€. Cette transaction apparaît peu pertinente car SIAT SA est beaucoup plus diversifiée que SIPH et dispose notamment d'activités dans l'huile de palme, valorisées de façon très différente de celles du caoutchouc.

Figure 21 – Transactions identifiées

Date	Acquéreur	Cible	Pays	VE induite (M€)	VE / CA
sept.-16	Halcyon Agri	GMG Global	Singapore	446	1,1x
août-16	Sinochem International	Halcyon Agri Corporation	Singapore	624	0,7x
août-14	Halcyon Agri	Anson Company	Singapore	240	0,4x
juil.-12	GMG Global	Siat SA	Belgium	611	--
Médiane					0,9x
Moyenne					1,7x

Sources : MergerMarket, Capital IQ, Presse

3.2.1.5 Multiplés boursiers de sociétés comparables

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, à partir de multiples de valorisation d'un échantillon de sociétés comparables cotées, tels qu'ils ressortent d'une part de leurs cours de bourse, et d'autre part de leurs agrégats comptables estimés par consensus d'analystes.

Cette méthode de valorisation n'est pas retenue comme référence de valorisation, principalement car SIPH ne possède pas de véritable comparable au regard de ses spécificités en termes d'activité, de modèle économique et de base géographique.

Ainsi, le principal acteur aux côtés de SIPH en Afrique est Socfinaf, et plus spécifiquement sa filiale la Société des Caoutchoucs de Grand-Bereby. Socfinaf et la Société des Caoutchoucs de Grand-Bereby sont cotées mais cumulent l'activité de production de caoutchouc avec celle de production d'huile de palme, qui occupe une part prépondérante de leur activité.

En Asie, il existe plusieurs acteurs cotés sur le marché du caoutchouc : Sri Trang en Thaïlande, China Hainan Rubber en Chine, Phuoc Hoa Rubber au Vietnam et Halcyon Agri à Singapour. Ces acteurs asiatiques sont néanmoins principalement actifs dans les activités dites de « *remilling* », soit l'usinage de caoutchouc acheté à des planteurs, et non dans des activités de plantations d'hévéas en propre.

Les modèles économiques des sociétés identifiées sont fondamentalement différents de celui de SIPH, ce qui rend la méthode inapplicable. Par ailleurs, il convient de noter que les valeurs des sociétés actives sur ce marché sont étroitement liées au cours du caoutchouc. Ainsi, les variations du cours du caoutchouc influencent fortement les multiples boursiers des sociétés identifiées.

A titre informatif, les caractéristiques des sociétés identifiées sont synthétisées dans le tableau ci-après.

Figure 22 – Caractéristiques des sociétés identifiées

Société	Prix (EUR)	Cap (MEUR)	VE (MEUR)	VE / CA		
				2016	2017	2018
China Hainan Rubber	0,9	3 637	3 861	3,2x	2,7x	2,5x
Sri Trang Agro	0,5	654	1 711	0,8x	0,6x	0,5x
Halcyon Agri	0,4	690	1 313	1,3x	0,3x	0,2x
Phuoc Hoa Rubber	1,1	85	97	2,0x	1,4x	1,2x
Médiane				1,7x	1,0x	0,8x
Moyenne				1,8x	1,2x	1,1x

Source : Capital IQ (données au 18 mai 2017 - moyenne 1 mois), consensus d'analystes

Notes : Les multiples 2017 de Halcyon Agri prennent en compte les chiffres pro-forma post-acquisition de GMG Global, datée du 9 septembre 2016

Figure 23 – Taux de croissance et taux de marge des sociétés identifiées

Société	Croissance du CA			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT			Marge nette		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
China Hainan Rubber	+6%	+11%	+10%	(1%)	4%	6%	(4%)	1%	3%	1%	--	--
Sri Trang Agro	+26%	+36%	+28%	0%	3%	3%	(1%)	2%	2%	(1%)	1%	1%
Halcyon Agri	+4%	+112%	+82%	1%	2%	2%	0%	1%	1%	7%	(0%)	0%
Phuoc Hoa Rubber	--	--	--	11%	15%	16%	7%	11%	12%	19%	16%	18%
Médiane	+6%	+36%	+28%	1%	4%	5%	(0%)	2%	3%	4%	1%	1%
Moyenne	+12%	+53%	+40%	3%	6%	7%	0%	4%	5%	6%	5%	6%

Source : Capital IQ (données au 18 mai 2017), consensus d'analystes

Notes : Les états financiers des sociétés de l'échantillon sont calendarisés au 31 décembre
Capitalisation boursière basée sur une moyenne des cours 1 mois

3.2.1.6 Valeur des titres SIPH dans les comptes de Michelin et dans les comptes de SIFCA

Cette valeur ne reflète pas la valeur intrinsèque de la Société car les titres de participation dans les comptes de CFM et de SIFCA sont comptabilisés à leur coût d'acquisition. Dès lors, la méthode a été écartée.

A titre indicatif, la valeur de la participation SIPH au 31 décembre 2016 détenus par CFM directement s'élève à 26,9 M€ dans les comptes de CFM pour 1.205.056 titres, soit 22,31 € par action. La valeur de ces titres dans les comptes de SIFCA s'élève à 5,3 Mds de XOF, soit 8,1 M€ pour 2.813.410 titres, soit 2,90 € par action.

3.2.2 Méthodes et références de valorisation retenues

Les méthodes et références suivantes ont été retenues dans le cadre de l'analyse du Prix de l'Offre :

- Somme des parties ;
 - Evaluation de l'ensemble des entités juridiques du groupe (SAPH, GREL, RENL, CRC, SIPH Social) ;
- Analyse du cours de bourse de la Société ;
- Objectif de cours des analystes de recherche (à titre indicatif).

3.3 Application des méthodes retenues

3.3.1 Sources générales

Les présents travaux sont notamment fondés sur :

- Les documents de référence au 31 décembre 2013, 2014 et 2015 et le rapport financier annuel au 31 décembre 2016 de la Société ;
- Les rapports financiers semestriels au 30 juin 2015 et 2016 de la Société ;
- Les comptes sociaux des filiales SAPH, CRC, RENL et GRE au 31 décembre 2015 et 2016 ;
- Les communiqués financiers publiés par la Société depuis 2013 ;
- Le budget 2017 et les plans d'affaires 2018e-2043e de chacune des filiales et de SIPH, établis par le management de la Société ;
- L'exploitation des bases de données usuelles : site Internet de l'AMF, Bloomberg, Capital IQ ;
- Plusieurs sessions de questions/réponses avec le management de SIPH.

3.3.2 Hypothèses

3.3.2.1 *Nombre d'actions retenues*

Le nombre d'actions SIPH retenu dans le cadre des travaux d'évaluation est de 5.060.790, correspondant au nombre total d'actions en circulation à la date de la présente note d'information.

Il n'existe par ailleurs aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société à la date du présent document.

3.3.2.2 *Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres*

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres est calculé à partir de la dette financière nette consolidée de SIPH au 31 décembre 2016, s'élevant à 90,5 M€ et comprenant :

- -25,3 M€ de trésorerie et équivalents de trésorerie ;
- +115,9 M€ dettes financières (emprunts bancaires, découverts et crédit spots) ;

Dans le cadre des travaux d'évaluation, cette dette nette est :

- Augmentée des provisions consolidées au 31 décembre 2016, soit +6,8 M€ (principalement des engagements de retraite pour 5 M€ et des provisions pour litiges pour 1,3 M€) ;
- Augmentée des autres passifs financiers courants, soit +11,2 M€ ;
- Augmentée des dettes d'impôt sur le résultat, soit +0,9 M€ ;
- Augmentée des valeurs intrinsèques des intérêts minoritaires des filiales (31,9% dans SAPH, 40% dans GREL, 29,7% dans RENL)¹⁴, soit 111,0 M€ ;

¹⁴ Ces valeurs ont été déterminées par actualisation des flux de trésorerie sur la base des plans d'affaire de chacune des filiales.

- Diminuée des déficits fiscaux reportables (SAPH), soit -1,4 M€ ;
- Diminuée des autres actifs financiers courants, soit -0,4 M€.

Ainsi, la dette financière nette ajustée de SIPH s'élève à 218,6 M€.

3.3.2.3 Présentation du plan d'affaires

Le plan d'affaires 2017b-2043e du management se base sur les plans d'affaires élaborés pour chacune des entités du groupe (SAPH – Côte d'Ivoire, CRC - Liberia, GREL - Ghana, RENL - Nigeria, SIPH Social - France). Ces plans d'affaires sont construits de façon similaire et se fondent sur les hypothèses opérationnelles suivantes :

- Un horizon de prévision à long-terme visant à lisser les cycles d'investissements inhérents à la culture d'hévéas : les arbres nécessitent une période de maturation de 7 ans avant d'être en capacité de produire du latex. De plus, les rendements d'abord croissants des jeunes plantations s'inversent après un certain temps, nécessitant de les remplacer graduellement ;
- Un prix du caoutchouc (base SICOM TSR20) correspondant aux meilleures estimations du management de SIPH :
 - Selon les analyses de l'évolution de l'offre, de la demande et du niveau des stocks de caoutchouc, le management estime que les fondamentaux du secteur n'ont pas notablement changé malgré la hausse des cours au quatrième trimestre 2016 et en début d'année 2017¹⁵. Les stocks devraient continuer à augmenter sur les 3 ou 4 prochaines années, et pèseront encore sur le prix du caoutchouc ;
 - Ainsi, selon les estimations du management, les cours devraient descendre à un prix moyen de \$1,68/kg pour 2017b¹⁶ à la suite de l'hivernage en Asie du Sud-Est et de l'augmentation significative de l'offre ;
 - Il est anticipé que les cours se stabilisent à \$1,60/kg en 2018e et 2019e, cours jugé comme étant le niveau minimum pour assurer la rentabilité des planteurs ;
 - A partir de 2020e, le management anticipe une remontée des cours, pour atteindre \$1,95/kg en 2022 lorsque le ratio offre/demande s'inversera, pour se stabiliser enfin à \$2,30/kg à partir de 2025.
 - Le plan d'affaires anticipe ainsi une évolution positive du cours du caoutchouc sur l'ensemble de la période jusqu'à 2043e. Cette hypothèse est assez agressive dans la mesure où historiquement le cours a connu une volatilité importante.
- Des hypothèses de taux de change pour trois monnaies étrangères :
 - Le XOF, devise de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (BCEAO), est la monnaie utilisée pour les comptes sociaux – et donc les plans d'affaires – de SAPH. Le taux utilisé de manière historique et sur toute la période du plan d'affaires est de 655,957 XOF/EUR, qui correspond au taux de change fixe avec l'Euro ;

¹⁵ Il est précisé que le cours du caoutchouc a fortement baissé depuis mi-février 2017

¹⁶ Au 5 juin 2017, le cours du caoutchouc (SICOM TSR 20) s'établissait à \$1,40/kg (source : Bloomberg)

- Le NRN est la monnaie en vigueur au Nigéria et est utilisée pour les comptes sociaux et le plan d'affaires de RENL. Le NRN est flottant depuis le 20 juin 2016, après avoir été fixé par rapport au dollar US pendant plusieurs mois afin de combattre l'inflation frappant le pays depuis la baisse des cours du pétrole. Le management utilise néanmoins un taux stable à 358,4 NRN/EUR pour toute la durée du plan d'affaires. A titre indicatif, un Euro s'échangeait contre environ 350,0 Nairas le 5 juin 2017 ;
- L'USD est la devise de référence utilisée sur le marché du caoutchouc (SICOM TSR20 exprimé en USD). Il est également utilisé pour l'entité CRC au Libéria, car le dollar américain est la monnaie utilisée pour le cours des affaires dans le pays. Le plan d'affaires anticipe une remontée progressive de l'euro face au dollar, celui-ci passant graduellement de 1,07 € en 2017, à 1,13 en 2018, à 1,18 en 2019, puis étant maintenu à 1,20 sur le long-terme à partir de 2020¹⁷ ;
- L'EUR est utilisé pour l'entité GREL au Ghana, ainsi que pour SIPH.

Figure 26 – Synthèse des principales tendances retenues par entité

Moyennes 2017b–2043e					
	Croissance du CA	Marge d'EBIT	Ratio Capex / CA	Ratio BFR / CA	Taux d'imposition
SAPH	+6.0%	18.4%	2.1%	19.4%	25.0%
CRC	+5.4%	21.5%	12.9%	8.7%	25.0%
GREL	+6.4%	27.6%	4.7%	29.9%	8.0%
RENL	+2.8%	49.7%	7.6%	(12.0%)	32.0%
SIPH Social	+5.7%	3.1%	0.0%	(0.3%)	33.3%

Source : Oddo & Cie

- Les taux de croissance annuels moyens des chiffres d'affaires par entité sur la période 2017b–2043e sont liés à (i) l'augmentation de surface plantée, (ii) l'amélioration du matériel génétique grâce au *remilling*, ainsi que (iii) l'augmentation des achats aux planteurs externes ;
- Les marges d'EBIT moyennes sur la période 2017b–2043e prennent en compte les niveaux de profitabilité historique ainsi que les caractéristiques des différents marchés concernés. Entre les différentes filiales, les marges d'EBIT peuvent varier notamment du fait des différences de qualité de la matière première produite. La marge de SIPH Social est plus faible que les autres entités du fait de son activité de négoce ;
- Les dépenses d'investissement (capex) sont stables en €/ hectare et planifiées sur le long-terme par le management de SIPH. Les investissements sont essentiellement consacrés au renouvellement du matériel génétique, à l'acquisition de nouvelles terres agricoles et à la construction de nouvelles usines. Les capex de SAPH sont plus faibles que les autres filiales du fait du manque de terres disponibles à exploiter et parce qu'il s'agit de l'entité qui a bénéficié au cours des dernières années des capex les plus importants ;

¹⁷ Les prévisions retenues se basent sur les prévisions d'un consensus de 105 contributeurs (source : Bloomberg au 18 mai 2017). Le consensus anticipe une remontée supérieure de l'euro face au dollar en 2021, les prévisions s'établissant respectivement à 1,23. A titre conservateur, il a été jugé prudent de conserver un taux de 1,20 USD/EUR sur le long terme (la moyenne 2009-2020 du consensus Bloomberg ressortant à 1,22).

- Le BFR a été modélisé sur la base des chiffres historiques, en tenant compte des prévisions des différentes filiales, notamment en termes de chiffre d'affaires, d'achats, de gestion des stocks et d'analyse des capacités industrielles ;
- Les taux d'imposition réels sont basés sur les taux d'impôt normatif en vigueur, tels que présentés ci-dessus, et sont calculés en prenant en compte une utilisation des déficits fiscaux reportables sur la période du plan d'affaires pour chacune des filiales (à l'exception de SAPH pour laquelle les déficits reportables sont pris en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres).

3.3.2.4 Date de valorisation pour l'actualisation des flux de trésorerie

La valorisation est effectuée en date du 1^{er} juin 2017. Les flux de trésorerie sont actualisés en milieu de période, soit au 30 juin de chaque année.

3.3.3 Somme des parties

La méthode de la somme des parties consiste à sommer la valeur d'entreprise des différentes filiales de SIPH et de l'entité sociale SIPH afin d'obtenir la valeur d'entreprise consolidée de SIPH. Cette méthode apparaît particulièrement pertinente pour valoriser une société dont les actifs ont des fondamentaux différents.

A titre principal

L'évaluation des valeurs d'entreprise de chacune des entités juridiques composant le groupe SIPH a été réalisée à titre principal par actualisation des flux de trésorerie ressortant des plans d'affaires de chacune des entités.

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs dans chaque pays respectivement. SIPH et ses filiales n'ayant pas vocation à être structurellement endettées, le coût moyen pondéré du capital (CMPC) est déterminé comme étant égal au coût des fonds propres, qui se définit de la manière suivante :

$$\text{Coût des fonds propres} = \text{taux sans risque} + \text{bêta du secteur} * \text{prime de marché}$$

Les hypothèses suivantes ont été retenues et sont résumées dans le tableau ci-après :

- Le taux sans risque retenu pour la France de 0,95% correspond au taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois au 18 mai 2017 ;
- Les taux sans risques des pays africains, ne pouvant être estimés par des obligations du trésor émises par ces pays, sont donc estimés par les *Credit Default Swap (CDS)* en vigueur dans les pays, permettant d'apprécier leur solvabilité¹⁸ ;
- Dans la mesure où le coefficient de régression relatif au bêta de SIPH est faible et statistiquement non significatif, ce dernier n'a pas été retenu en tant que tel. Le bêta économique de 1,29 retenu correspond au bêta sectoriel Europe de l'échantillon « Rubber » établi par Damodaran¹⁹ ;
- La prime de risque de marché retenue pour la France, soit 7,23% est déterminée de manière indépendante par Oddo Securities ;
- Les primes de risques des pays africains sont également estimées par Damodaran (janvier 2017) sur la base des notations respectives des pays concernés par les agences de crédit.

¹⁸ Source : Damodaran, janvier 2017

¹⁹ Source : Damodaran, janvier 2017

Figure 24 – Détail du calcul des taux d'actualisation utilisés

France	
Taux sans risque (moyenne 3 mois OAT 10 y)	1,0%
Beta deleveragé	1,3x
Prime de risque	7,2%
CMPC France	10,3%
Côte d'Ivoire	
Taux sans risque: proxy CDS	4,2%
Beta deleveragé	1,3x
Prime de risque	10,8%
CMPC Côte d'Ivoire	18,1%
Libéria	
Taux sans risque: proxy CDS	6,4%
Beta deleveragé	1,3x
Prime de risque	13,5%
CMPC Libéria	23,8%
Ghana	
Taux sans risque: proxy CDS	7,5%
Beta deleveragé	1,3x
Prime de risque	14,9%
CMPC Ghana	26,8%
Nigéria	
Taux sans risque: proxy CDS	5,2%
Beta deleveragé	1,3x
Prime de risque	12,1%
CMPC Nigéria	20,8%

Source : Damodaran, Bloomberg, Capital IQ

Après avoir pris en compte pour chacune des entités une valeur terminale calculée par actualisation à perpétuité d'un flux de trésorerie normatif croissant de 2,0% à long terme, et extériorisant une marge d'EBIT normative égale à la moyenne 2017b - 2043e, cohérente avec les caractéristiques de rentabilité d'un cycle complet, la valeur d'entreprise par « somme des parties » de SIPH ressort en valeur centrale à 598,9 M€, soit une valeur des capitaux propres de 380,3 M€, ou 75,1 € par action. Compte tenu de l'horizon des plans d'affaires, la valeur terminale ne représente que 3,3% de la valeur d'entreprise de la Société.

Figure 25 – Détails du passage de la valeur d'entreprise à la valeur par action

Valeur entreprise SIPH Groupe (€M)	
Total valeur d'entreprise	598,9
Dette financière brute au 31/12/2016	115,9
Trésorerie & équiv. au 31/12/2016	(25,3)
Dette nette	90,5
Provisions et passifs non courants	6,8
Autres passifs financiers courants	11,2
Dettes d'impôt sur le résultat	0,9
Déficits reportables	(1,4)
Autres actifs financiers courants	(0,4)
Intérêts minoritaires cumulés	111,0
Valeur des capitaux propres de SIPH	380,3
Nombre d'actions ('000)	5 060,8
Valeur par action (€)	75,1

Source : Oddo & Cie

Les analyses de sensibilité suivantes ont été réalisées :

- +/- 2,5% sur le cours du caoutchouc et +/- 2,5% sur les taux de change USD et NRN
- +/- 2,5% sur le cours du caoutchouc et +/- 0,5% taux d'actualisation (CMPC)
- +/- 2,5% sur les taux de change USD et NRN et +/- 0,5% taux d'actualisation (CMPC)

Figure 26 – Table de sensibilité sur le cours du caoutchouc et le taux de change

		Cours du caoutchouc				
		(5,0%)	(2,5%)	-	2,5%	5,0%
Taux de change	(5,0%)	65,3	69,8	74,3	78,8	83,4
	(2,5%)	65,7	70,2	74,7	79,3	83,8
	-	66,1	70,6	75,1	79,7	84,2
	2,5%	66,5	71,0	75,5	80,1	84,6
	5,0%	66,9	71,4	75,9	80,4	84,9

Source : Oddo & Cie

Figure 27 – Table de sensibilité sur le cours du caoutchouc et le taux d'actualisation

		Cours du caoutchouc				
		(5,0%)	(2,5%)	-	2,5%	5,0%
Taux CMPC	(1,0%)	76,3	81,2	86,1	90,9	95,8
	(0,5%)	70,9	75,6	80,3	85,0	89,7
	-	66,1	70,6	75,1	79,7	84,2
	0,5%	61,7	66,1	70,5	74,8	79,2
	1,0%	57,7	62,0	66,2	70,4	74,6

Source : Oddo & Cie

Figure 28 – Table de sensibilité sur le taux de change et le taux d'actualisation

		Taux de change				
		(5,0%)	(2,5%)	-	2,5%	5,0%
Taux CMPC	(1,0%)	85,2	85,6	86,1	86,5	86,8
	(0,5%)	79,5	79,9	80,3	80,7	81,1
	-	74,3	74,7	75,1	75,5	75,9
	0,5%	69,6	70,1	70,5	70,8	71,2
	1,0%	65,4	65,8	66,2	66,6	66,9

Source : Oddo & Cie

Sur la base de ces analyses de sensibilité (critère de sensibilité par critère de sensibilité), la valeur par action de SIPH s'établit dans une fourchette de 70,5 € (soit une prime induite par le Prix de l'Offre de +20,6%) à 80,3 € (soit une prime induite par le Prix de l'Offre de +5,8%).

A titre informatif

La société SAPH, filiale de SIPH, est cotée, à la bourse d'Abidjan (BRVM) sous le code ISIN CI0000000196. SAPH dispose d'une valeur de marché pouvant être prise en compte dans la somme des parties. Au 5 juin 2017, la capitalisation boursière de SAPH s'élevait à 89,1 Mds XOF, soit 135,9 M€.²⁰

Ainsi, compte tenu de la dette nette ajustée de SAPH (+70,7 M€), la valeur d'entreprise telle que déterminée sur la base de la capitalisation boursière de SAPH ressort à 206,6 M€.

²⁰ Sur la base du taux de change XOF/EUR de 655.96

Toutefois, la liquidité des actions SAPH est limitée. Il s'est échangé 122 238 actions au cours des 12 derniers mois, soit une rotation du flottant de 14,0%. Pour cette raison, la valeur de marché de SAPH ne peut être utilisée qu'à titre indicatif.

En considérant cette valeur et les valeurs obtenues par actualisation des flux de trésorerie des autres entités du groupe (GREL, RENL, CRC, SIPH social), la valeur d'entreprise de SIPH déterminée par la somme des parties ressort à 504,5 M€, soit une valeur des capitaux propres d'environ 316,0 M€, ou 62,4 € par action.

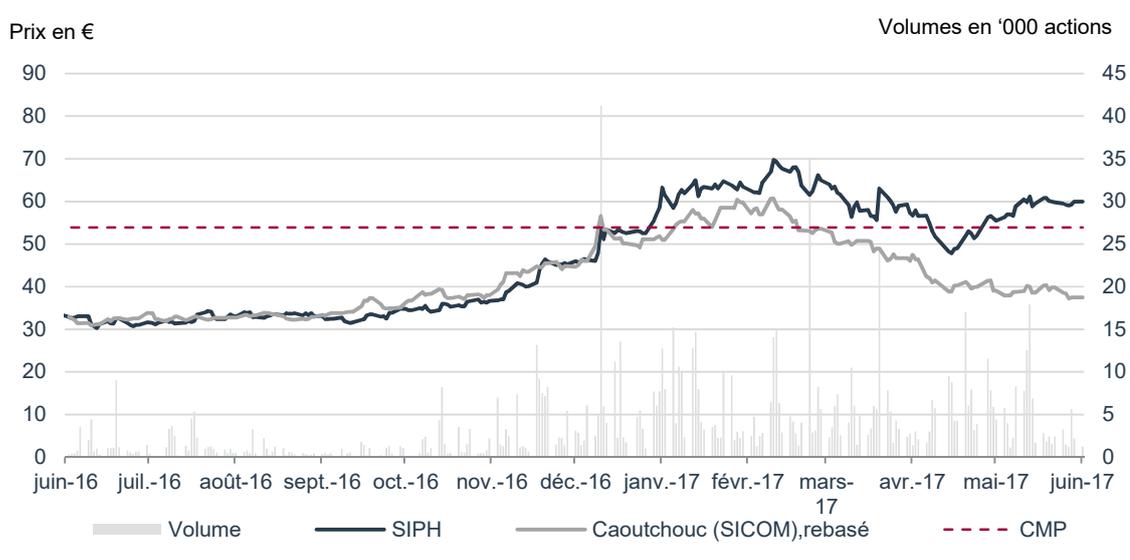
Par ailleurs, SAPH est également suivie par un analyste de recherche de la société Hudson & Cie. Cet analyste suit la Société de façon peu régulière. Le dernier objectif de cours de l'analyste date du 9 novembre 2016, ce dernier s'établissant à 7 000 XOF par action SAPH (vs. un cours spot de 9 500 XOF) avec une recommandation « vendre ». Cet objectif de cours représente une décote de 59,9% par rapport au cours de la Société au 5 juin 2017 de 17 440 XOF.

En considérant la valeur d'entreprise de SAPH induite par l'objectif de cours de l'analyste Hudson & Cie, il ressortirait une valeur d'entreprise de SIPH d'environ 423,1 M€, soit une valeur des capitaux propres d'environ 260,6 M€ ou 51,5 € par action.

3.3.4 Analyse du cours de bourse

Les actions SIPH sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (Code ISIN : FR0000036857). L'analyse du cours de bourse a été arrêtée en date du 5 juin 2017, dernier jour de négociation précédant le dépôt de projet de l'Offre.

Figure 29 – Historique de cours depuis 1 an



Source : Capital IQ

Figure 30 – Historique de cours depuis 2 ans



Source : Capital IQ

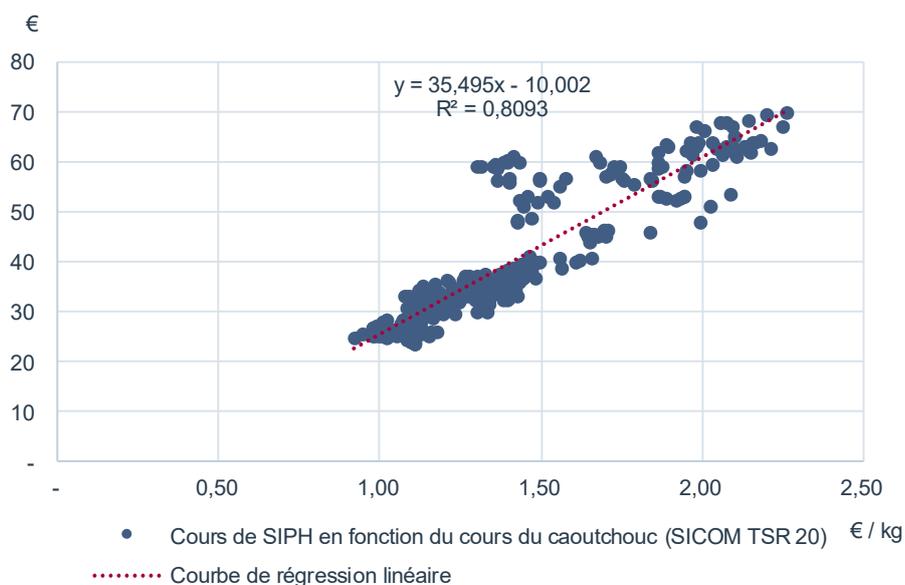
Figure 31 – Historique de cours depuis 5 ans



Source : Capital IQ

Les résultats de la Société sont fortement impactés par le cours du caoutchouc, qui détermine notamment les prix de vente. Le marché boursier a complètement intégré ce paramètre, comme l'illustre le graphique ci-dessous présentant la corrélation entre le cours de l'action SIPH et le cours du SICOM (corrélation de 80,9%).

Figure 32– Corrélation du cours SIPH (en €) avec le cours du caoutchouc (en €/kg)



Source : Capital IQ

L'application de cette régression linéaire au Prix de l'Offre ferait ressortir un cours du caoutchouc (SICOM TSR 20) de 2,68 €/kg, soit une prime de 115,5% par rapport au cours du caoutchouc au 5 juin 2017.

Figure 33 – Cours et volumes de l'action SIPH au 5 juin 2017

Au 05 juin 2017	Spot	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours	
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	59,95	59,64	56,81	58,97	53,86	
<i>Prime induite par le Prix de l'Offre</i>		+41,8%	+42,5%	+49,6%	+44,1%	+57,8%
Cours le plus haut (€)		61,15	63,00	69,79	69,79	
<i>Prime induite par le Prix de l'Offre</i>		+39,0%	+34,9%	+21,8%	+21,8%	
Cours le plus bas (€)		56,62	47,85	47,85	30,26	
<i>Prime induite par le Prix de l'Offre</i>		+50,1%	+77,6%	+77,6%	+180,9%	
Volumes moyens quotidiens		4 439	5 328	6 070	3 847	
Volumes cumulés sur la période		88 775	319 705	728 453	961 737	
<i>% du capital</i>		1,8%	6,3%	14,4%	19,0%	
<i>% du flottant</i>		8,5%	30,7%	69,9%	92,3%	

Note : Jours de négociation : jours où les titres SIPH sont échangés

Sources : Capital IQ, Société

Au cours des 250 jours de négociations précédant le 5 juin 2017, les volumes moyens quotidiens d'actions échangées sur le marché se sont élevés à 3.847 titres. Le nombre total cumulé de titres échangés sur la période est de 961.737 titres, soit une rotation du flottant de SIPH de 92,3%. La liquidité du titre SIPH s'est accélérée au cours des derniers mois avec l'évolution positive puis négative du cours du caoutchouc. Le titre SIPH affiche une liquidité satisfaisante permettant de considérer la méthode de l'analyse du cours de bourse à titre principal.

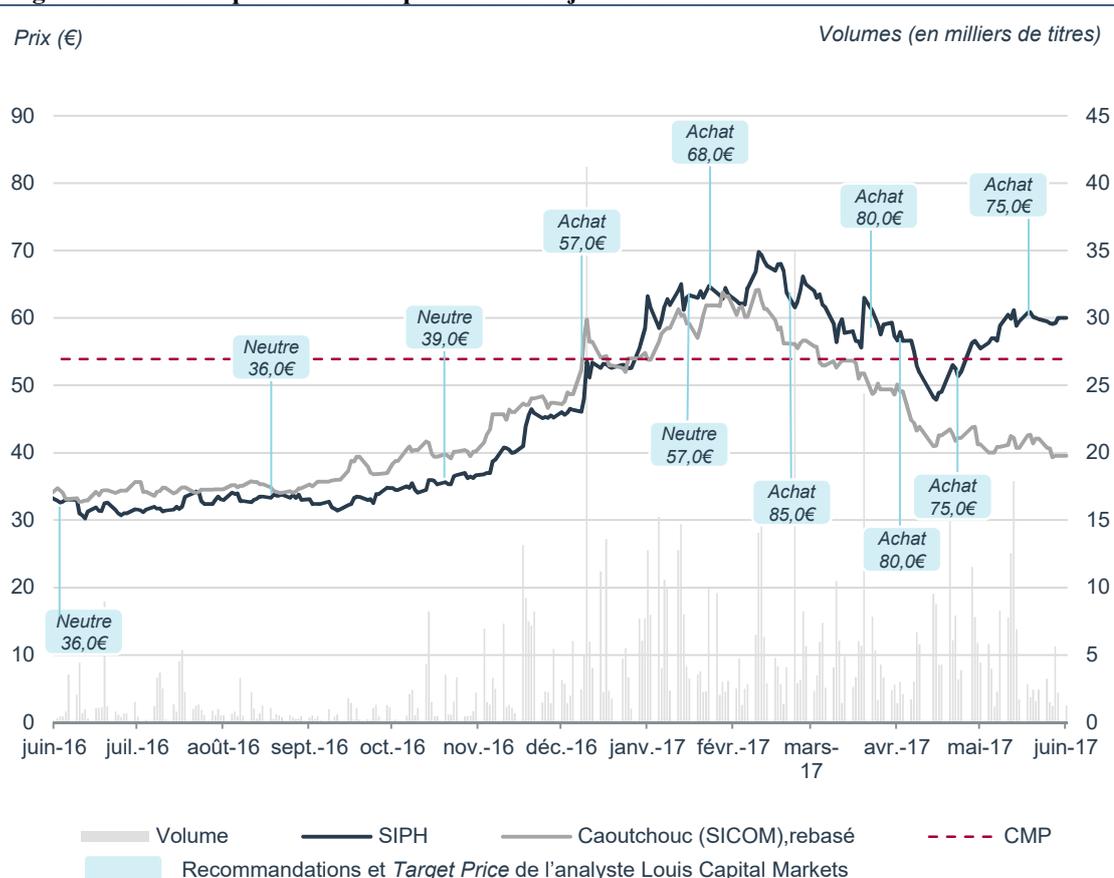
Au dernier jour de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre, le cours de SIPH s'établissait à 59,95 € par action²¹, soit une prime de 41,8% induite par le Prix de l'Offre.

3.3.5 Objectif de cours des analystes de recherche (à titre indicatif)

SIPH est suivie par un seul bureau d'analyse financière, Midcap Partners Louis Capital Markets (« LCM »), qui publie régulièrement des analyses de recherche sur la Société (15 publications lors des 12 derniers mois, dont certaines assez détaillées). Au regard (i) de la régularité du suivi et (ii) de la qualité générale des publications, les objectifs de cours de l'analyste peuvent être considérés comme des points de référence pour la valorisation de SIPH.

L'analyse ci-dessous présente les évolutions de recommandation et les objectifs de cours de l'analyste LCM au cours des douze derniers mois :

Figure 34 – Historique de cours depuis 1 an et objectifs de cours



Source : Capital IQ, Louis Capital Markets

La dernière recommandation de l'analyste LCM (au 16 mai 2017) est à l'achat avec un objectif de cours à 75,0€

Le Prix de l'Offre extériorise une prime de +13,3% sur le dernier objectif de cours de l'analyste Louis Capital Markets.

²¹ Source : Bloomberg

3.4 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre

Figure 35 – Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre

Méthodes retenues	Valeur par action SIPH induite (€)	Prime / (décote) induite par le Prix de l'Offre
<i>Somme des parties</i>		
<u>A titre principal - Actualisation des flux de trésorerie</u>		
Borne haute	80,32	+5,8%
Valeur centrale	75,14	+13,1%
Borne basse	70,45	+20,6%
<u>A titre indicatif</u>		
Valeur induite par la valeur de marché de SAPH	62,44	+36,1%
Valeur induite par l'objectif de cours de l'analyste Hudson & Cie sur SAPH	51,50	+65,0%
<i>Analyse du cours de bourse</i>		
Cours de clôture au 5 juin 2017	59,95	+41,8%
CMP 20 jours	59,64	+42,5%
CMP 60 jours	56,81	+49,6%
CMP 120 jours	58,97	+44,1%
CMP 250 jours	53,86	+57,8%
Cours le plus haut au cours des 250 derniers jours	69,79	+21,8%
Cours le plus bas au cours des 250 derniers jours	30,26	+180,9%
<i>Objectif de cours des analystes de recherche (à titre indicatif)</i>		
Objectif de cours au 16 mai 2017	75,00	+13,3%

4. PERSONNES RESPONSABLES DE LA NOTE D'INFORMATION

4.1 Initiateur

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

Compagnie Financière Michelin SCmA,
Représentée par Christophe Mazel, Directeur

4.2 Etablissement présentateur

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Oddo & Cie, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Oddo & Cie