

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

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

PRÉSENTÉE PAR



ODDO BHF

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIÉTÉS LA
COMPAGNIE FINANCIÈRE MICHELIN SCMA ET SOCIÉTÉ INTERNATIONALE
DE PLANTATIONS D'HÉVÉAS**

PRIX DE L'OFFRE

85 € par action SIPH

DURÉE DE L'OFFRE : 10 jours de négociation

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

AVIS IMPORTANT

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet de note d'information conjointe, la Compagnie Financière Michelin SCmA, agissant de concert avec SIFCA, sollicitera dans les meilleurs délais la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier afin de se voir transférer les actions SIPH qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait moyennant une indemnisation de 85 euros par action SIPH, nette de tous frais.



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information conjointe a été établi et déposé auprès de l'AMF le 15 octobre 2019, conformément aux articles 231-13, 231-16, 231-18, 231-19, 236-3 et 237-1 de son règlement général.

Ce projet d'offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

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

Le présent projet de note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de Michelin (www.michelin.com) et de la Société Internationale de Plantation d'Hévéas (www.siph.com), et peut être obtenu sans frais auprès de :

CFM

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

ODDO BHF SCA

12, boulevard de la Madeleine
75440 Paris Cedex 09

SIPH

53-55 rue du capitaine Guynemer
92400 Courbevoie

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

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	5
1.1	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE.....	6
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	14
2.1	TERMES DE L'OFFRE	14
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, RETRAIT OBLIGATOIRE ET RADIATION D'EURONEXT PARIS	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	18
2.8	REGIME FISCAL DE L'OFFRE.....	18
3.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	23
3.1	STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL.....	23
3.2	RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS SIPH OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE	23
3.3	PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL LEGALE OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES DANS LES 12 DERNIERS MOIS	23
3.4	LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	24
3.5	MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER.....	24
3.6	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT SIPH A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAINDER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D' ACTIONS OU A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	24
3.7	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET A LA MODIFICATION DES STATUTS DE SIPH	24
3.8	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT DE TITRES.....	25
3.9	IMPACT D'UN CHANGEMENT DE CONTROLE SUR LES ACCORDS CONCLUS PAR SIPH.....	25
3.10	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MANDATAIRES SOCIAUX OU LES PRINCIPAUX SALARIES DE SIPH, EN CAS DE	

	DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE.....	25
4.	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE.....	25
4.1	PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE.....	26
4.2	METHODOLOGIE.....	42
4.3	APPLICATION DES METHODES RETENUES.....	47
4.4	SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE.....	58
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	58
6.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SIPH	59
6.1	CONSTITUTION D'UN COMITE <i>AD HOC</i>	59
6.2	AVIS MOTIVE ADOPTE PAR LE CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	59
6.3	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	63
7.	PERSONNES RESPONSABLES DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE ..	63
7.1	INITIATEUR.....	63
7.2	SIPH.....	63
7.3	ETABLISSEMENT PRESENTATEUR.....	63

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 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 100% par la Compagnie Générale des Etablissements Michelin, société en commandite par actions de droit français au capital de 359.770.848 €, dont le siège social est au 23 place des Carmes-déchaux - 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, dans le cadre d'une offre publique de retrait, la totalité de leurs actions SIPH, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») et avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), au prix unitaire de 85 euros (le « **Prix de l'Offre** ») payable exclusivement en numéraire.

Un protocole d'accord conclu le 14 octobre 2019 entre CFM et SIFCA (le « **Protocole d'Accord** »), prévoyant les modalités du lancement d'un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire 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 du présent projet de note d'information conjointe.

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

A la date du présent document, l'Initiateur détient directement 1.822.344 actions SIPH représentant, à sa connaissance, 36,01% du capital et 36,52% des droits de vote² de la Société et SIFCA 2.813.410 actions SIPH représentant, à la connaissance de l'Initiateur, 55,59% du capital et 58,31% des droits de vote de la Société. A la date du présent projet de note d'information conjointe, le Concert détient donc 4.635.754 actions SIPH représentant, à la connaissance de l'Initiateur, 91,60% du capital et 94,83% des droits de vote de la Société.

Le projet d'Offre porte sur la totalité des actions SIPH existantes non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur et SIFCA (le « **Concert** ») à la date du présent projet de note d'information conjointe, soit un nombre maximum de 425.036 actions représentant 8,40% du capital et 5,17% 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 Sur la base d'un capital composé de 5.060.790 actions et 8.288.614 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.

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

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions SIPH non détenues par le Concert seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit 85 euros par action, cette indemnité étant nette de tous frais.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le 15 octobre 2019, ODDO BHF SCA (« **ODDO BHF** »), agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le présent projet de note d'information conjointe auprès de l'AMF. ODDO BHF SCA, 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 de retrait en application des articles 236-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

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).

Mise en concert et Offre Initiale

CFM, agissant de concert avec SIFCA vis-à-vis de la Société, a déclaré 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 a déclaré 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 6 juin 2017, CFM a déposé, de concert avec SIFCA, une offre publique d'achat simplifiée, aux termes de laquelle CFM proposait aux actionnaires de la Société d'acquérir la totalité de leurs actions SIPH au prix de 85 euros par action (l'« **Offre Initiale** »).

Lors de sa séance du 20 juin 2017, le collège de l'AMF a déclaré l'Offre Initiale conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables, et a publié à cet effet une déclaration de conformité (D&I n°217C1288 de l'AMF en date du 20 juin 2017).

Les modalités de l'Offre Initiale sont décrites dans la note d'information de CFM sur laquelle l'AMF a apposé le visa n°17-281 en date du 20 juin 2017 et dans la note en réponse de la Société sur laquelle l'AMF a apposé le visa n°17-282 en date du 20 juin 2017.

L'Offre Initiale a été ouverte pendant une durée de quinze (15) jours de négociation, du 22 juin au 12 juillet 2017 inclus (D&I n°217C1303 de l'AMF en date du 21 juin 2017).

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

L'AMF a publié le résultat de l'Offre Initiale par avis du 17 juillet 2017 (D&I 217C1603 en date du 17 juillet 2017) : à la clôture de l'Offre Initiale, CFM détenait 1.698.508 actions³ SIPH représentant 2.759.939 droits de vote, soit 33,56% du capital et 30,85% des droits de vote de la Société, SIFCA détenait 2.813.410 actions SIPH représentant 5.626.820 droits de vote, soit 55,59% du capital et 62,89% des droits de vote de la Société et le Concert détenait 4.511.918 actions SIPH représentant 8.386.759 droits de vote, soit 89,15% du capital et 93,74% des droits de vote de la Société.

Répartition du capital et des droits de la 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 date du présent projet de note d'information conjointe.⁴

Actionnaires	Nombre d'actions	% de capital	Nombre de droits de vote*	% de droits de vote*
SIFCA	2.813.410 ⁵	55,59%	4.832.702	58,31%
CFM	1.822.344 ⁶	36,01%	3.027.400	36,52%
Total Concert	4.635.754	91,60%	7.860.102	94,83%
Public	425.036	8,40%	428.512	5,17%
Total	5.060.790	100%	8.288.614	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 l'Offre, 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	Date	Nombre	Prix
CFM	14/12/2018	860	81,50
CFM	20/12/2018	88	81,50
CFM	21/12/2018	11 527	81,50
CFM	24/12/2018	250	81,20

1.1.2 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, à l'occasion de l'Offre Initiale et dans la perspective de la présente Offre, 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

³ Dont 207 321 actions SIPH acquises sur le marché entre le 7 juin et le 21 juin 2017 inclus, conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

⁴ Sur la base d'un capital composé de 5.060.790 actions et 8.288.614 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.

⁵ Excluant les actions SIPH devant être transférées à SIFCA en application des ventes à terme consenties par CFM à SIFCA le 6 juin 2017 et le 14 octobre 2019 (voir section 1.3.2.)

⁶ Incluant les actions SIPH devant être transférées à SIFCA en application des ventes à terme consenties par CFM à SIFCA le 6 juin 2017 et le 14 octobre 2019 (voir section 1.3.2.)

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

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.

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, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, l'Initiateur sollicitera dans les meilleurs délais la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier 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 du présent projet de note d'information conjointe. 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 très faible 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 4,9% par rapport au cours de clôture de l'action SIPH le 14 octobre 2019 (dernier jour de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre) ; (ii) une prime de 6,1% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action SIPH sur les 60 jours de négociation précédant le 14 octobre 2019 et (iii) une prime de 4,4% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action SIPH sur les 250 jours de négociation précédant le 14 octobre 2019.

Les éléments d'appréciation du prix offert dans le cadre de l'Offre, établis par ODDO BHF, sont reproduits à la section 4 « Eléments d'appréciation du Prix de l'Offre » du présent projet de note d'information conjointe.

Par ailleurs, l'expert indépendant nommé par la Société, le cabinet Sorgem Evaluation représenté par Monsieur Maurice Nussenbaum, a conclu que le prix offert était équitable dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait ainsi que dans le cadre du Retrait Obligatoire. Le rapport de l'expert indépendant nommé par la Société est reproduit à la section 5 du présent projet de note d'information conjointe.

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. L'avis du conseil d'administration de la Société est reproduit à la section 6 du présent projet de note d'information conjointe.

1.2.6 Retrait obligatoire

A l'issue de l'Offre Publique de Retrait, l'Initiateur sollicitera dans les meilleurs délais la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions SIPH non apportées à l'Offre Publique de Retrait moyennant une indemnisation égale au prix par action SIPH offert dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait, nette de tous frais, étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des actions SIPH du marché réglementé d'Euronext Paris.

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 (i) n'a pas distribué de dividendes au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2016, (ii) a distribué un dividende brut par action d'un montant de 0,79 euro au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2017, et (iii) a distribué un dividende brut par action d'un montant de 0,79 euro au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2018.

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 14 octobre 2019, CFM et SIFCA ont conclu le Protocole d'Accord, aux termes duquel elles entendent continuer à agir de concert à l'égard de SIPH et, elles ont décidé d'une part, de conclure, 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'Offre.

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 Immoriv⁷ (les « **Actionnaires SIFCA** ») ont conclu le 14 octobre 2019 (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 6 juin 2017 (D&I 217C1193 du 9 juin 2017) 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 allant jusqu'au 6 juin 2022 et sera reconduit automatiquement pour une nouvelle durée de cinq 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 après 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 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

⁷ Parme Investissement et Immoriv sont les actionnaires historiques de référence de SIFCA.

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

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 précédent 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. Ventes à terme

Le 6 juin 2017, CFM a cédé à SIFCA 123.360 actions SIPH correspondant à environ 25% des actions de la Société apportées à l'Offre Initiale, au prix de l'Offre Initiale et dont le transfert interviendra le 12 juillet 2022. Le 12 janvier 2020, puis à l'issue de chaque période de six mois à compter du 12 janvier 2020, 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.

CFM a également cédé à SIFCA (i) 30.955 actions SIPH, correspondant à environ 25% du nombre d'actions SIPH qui ont été acquises par l'Initiateur depuis la clôture de l'Offre Initiale, à un prix par action correspondant au prix moyen par action pondéré par les volumes d'acquisition, frais de courtage inclus, des actions SIPH acquises par l'Initiateur depuis la date de clôture de l'Offre Initiale, soit 83,26 euros par action SIPH, et (ii) 106.255 actions SIPH, représentant environ 25% des actions de la Société qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait puis dans le cadre du Retrait Obligatoire, au prix de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire. Le transfert des actions SIPH interviendra au plus tard lors du cinquième anniversaire de la date de clôture de l'Offre, étant toutefois précisé qu'à l'issue de chaque période de six mois à compter de la clôture de l'Offre, SIFCA pourra, 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 BHF, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le 15 octobre 2019 un projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait portant sur les actions SIPH non détenues par le Concert, et un projet de note d'information conjointe relatif à l'Offre.

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

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

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 10 jours de négociation.

L'Initiateur se réserve le droit, à compter du dépôt du projet de note d'information conjointe et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des actions de la Société sur le marché, via ODDO BHF 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.

L'Offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF.

2.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Comme indiqué à la section 1.1.1 du présent projet de note d'information conjointe, l'Initiateur détient 1.822.344 actions et 3.027.400 droits de vote de la Société, représentant 36,01% du capital et 36,52% des droits de vote de la Société. De même, SIFCA, agissant de concert avec l'Initiateur, détient 2.813.410 actions et 4.832.702 droits de vote de la Société, représentant 55,59% du capital et 58,31% des droits de vote de la Société.

Dans ces conditions, le Concert détient un total de 4.635.754 actions et 7.860.102 droits de vote de la Société, représentant 91,60% du capital et 94,83% 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 du dépôt du présent projet de note d'information conjointe, soit un nombre maximal de 425.036 actions SIPH représentant à la connaissance de l'Initiateur 8,40% du capital et 5,17% des droits de vote de la Société.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, 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 conjoint comportant les principales caractéristiques de l'Offre a été diffusé le 15 octobre 2019 par l'Initiateur et la Société et publié sur les sites Internet de l'Initiateur (www.michelin.com) et de la Société (www.siph.com).

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

Le présent projet de note d'information conjointe a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.michelin.com) et de la Société (www.siph.com) et peut être obtenu gratuitement au siège de ODDO BHF, au siège de la Manufacture Française des Pneumatiques Michelin et au siège de la Société.

Le projet d'Offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF, qui publiera, le cas échéant, 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. Cette décision de conformité emportera visa par l'AMF de la note d'information conjointe.

La note d'information conjointe 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 BHF, au siège de la Manufacture Française des Pneumatiques Michelin et au siège de la Société.

Le document intitulé « Autres informations » relatif, en particulier, aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera tenu gratuitement à disposition du public au siège social de la Société au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de Michelin (www.michelin.com), de la Société (www.siph.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Un communiqué de presse conjoint 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, retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 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.

Le présent projet d'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, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

L'Offre s'effectuera par achats sur le marché, le règlement-livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, au plus tard deux (2) jours de négociation après chaque

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

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.

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

A l'issue de l'Offre Publique de Retrait, l'Initiateur sollicitera dans les meilleurs délais 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 de Retrait, moyennant une indemnisation de 85 euros par action SIPH, nette de tous frais.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera alors publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-5 du règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation, qui sera versé, net de tous frais dans le cadre du Retrait Obligatoire, a d'ores et déjà été déposé sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de ODDO BHF centralisateur des opérations d'indemnisation.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, Euroclear France clôturera le code ISIN FR0000036857 des actions SIPH ainsi que les comptes des affiliés et délivrera à ces derniers des attestations du solde de leur compte en actions SIPH. ODDO BHF, sur présentation des attestations délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions SIPH de l'indemnité leur revenant. Conformément à l'article 237-8 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par ODDO BHF pendant une durée de dix (10) ans à compter de la date de Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Les actions SIPH seront radiées d'Euronext Paris à la date à laquelle le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre.

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 :

15 octobre 2019	Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information conjointe auprès de l'AMF, mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF, de Michelin et de la Société du projet de note d'information conjointe
	Diffusion d'un communiqué de presse conjoint relatif au dépôt du projet de note d'information conjointe
5 novembre 2019	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information conjointe
	Mise à disposition de la note d'information conjointe visée sur les sites Internet de l'AMF, de Michelin et de la Société

6 novembre 2019	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 les sites 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 les sites Internet de l'AMF et de la Société
	Diffusion d'un communiqué conjoint relatif à l'obtention du visa de l'AMF sur la note d'information conjointe et à la mise à disposition du document « Autres Informations » de l'Initiateur et à la mise à disposition du document « Autres Informations » de la Société
7 novembre 2019	Ouverture de l'Offre
20 novembre 2019	Clôture de l'Offre
21 novembre 2019	Publication des résultats de l'Offre par l'AMF
Dès que possible à l'issue de l'Offre Publique de Retrait	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions SIPH du marché Euronext Paris

2.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Le présent projet de note d'information conjointe n'est pas destiné à être distribué 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 du présent projet de note d'information conjointe 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 du présent projet de note d'information conjointe 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.

Le présent projet de note d'information conjointe 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.

Ce projet de note d'information conjointe 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

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

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 du présent projet de note d'information conjointe, aucun autre document lié au présent projet de note d'information conjointe 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 350 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 détient pas encore à la date du présent projet de note d'information conjointe (sur la base du capital social de la Société à la date de dépôt du présent projet de note d'information conjointe, en prenant pour hypothèse que les 425.036 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 de 36.128.060 € (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 françaises 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 du présent projet de note d'information conjointe 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 ou la jurisprudence.

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 dans les mêmes conditions qu'un professionnel et ne détenant pas des actions dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ou d'incitation du personnel

Les personnes physiques qui réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre

professionnel à ce type d'opérations ou celles détenant des actions au titre d'un plan d'options d'achat ou de souscription d'actions ou détenant des actions acquises dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise ou de groupe sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

(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, en principe, soumis à un prélèvement forfaitaire unique (« PFU ») au taux de 12,8 % sans abattement.

Toutefois, en application des dispositions du 2 de l'article 200 A du CGI, les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par des personnes physiques peuvent, par dérogation à l'application du PFU, et sur option expresse et irrévocable du contribuable exercée dans le délai de dépôt de sa déclaration d'impôt sur le revenu de l'année concernée, être pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu. L'option s'applique sur une base annuelle à l'ensemble des revenus, gains nets, profits, plus-values et créances entrant dans le champ d'application du PFU. Si une telle option est exercée, les gains nets de cessions de valeurs mobilières acquis ou souscrits avant le 1^{er} janvier 2018 sont 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 de droit commun prévu à l'article 150-0 D 1 *ter* du CGI (en prenant pour hypothèse que les conditions de l'abattement renforcé prévu à l'article 150-0 D 1 *quater* du CGI ne seraient pas remplies), égal à :

- 50 % de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans, à la date de la cession ;
- 65 % de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans, à la date de la cession.

Sauf exceptions, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions cédées. En tout état de cause, les gains nets de cession d'actions acquises ou souscrites à compter du 1^{er} janvier 2018 sont exclus du champ d'application des abattements.

Les personnes disposant de moins-values nettes reportables, ayant réalisé une moins-value au cours de l'année de cession de leurs actions ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions 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 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 et de titres assimilés réalisés par les personnes physiques susvisées dans le cadre de l'Offre sont également

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

soumis, sans abattement, aux prélèvements sociaux au taux global de 17,2 % répartis comme suit :

- 9,2 % au titre de la contribution sociale généralisée (« CSG ») ;
- 0,5 % au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS ») ;
- 7,5 % au titre du prélèvement de solidarité.

Si les gains nets sont soumis au PFU, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable. En cas d'option des contribuables pour l'assujettissement de ces gains au barème progressif de l'impôt sur le revenu, la CSG sera partiellement déductible (à hauteur de 6,8 % dans l'hypothèse où n'aurait pas été appliqué l'abattement pour durée de détention renforcé prévu à l'article 150-0 D 1 *quater* du CGI) du revenu global imposable l'année de son paiement, le solde des prélèvements sociaux n'étant pas déductible du revenu imposable.

(iii) Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

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.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3 % à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250 001 euros et 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction de revenu fiscal de référence comprise entre 500 001 euros et 1 000 000 d'euros pour les contribuables soumis à imposition commune;
- 4 % à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 1 000 000 d'euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Le revenu fiscal de référence du foyer fiscal auquel il est fait mention ci-dessus, est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI.

Le revenu 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 lorsque celui-ci est applicable dans les conditions précisées ci-dessus, en cas d'option par le contribuable pour l'assujettissement au barème progressif de l'impôt sur le revenu).

(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 :

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

- 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 ; et
- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de 5 ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de 5 ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan.

Ce gain net n'est 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 à un taux global susceptible de varier selon la date à laquelle le gain a été constaté.

Des dispositions particulières, non-décrites dans le présent projet de note d'information conjointe, 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 Personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'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 applicable 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.

Les actionnaires personnes morales de la Société sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer le taux d'impôt sur les sociétés qui leur est applicable.

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

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 d'actions répondant à la qualification de « titres de participation » au sens dudit article et détenues 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 dans ce cas de représenter 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 Personnes non-résidentes fiscales de France

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables et des règles particulières applicables, le cas échéant, aux actionnaires personnes physiques non-résidents fiscaux français ayant acquis leurs actions dans le cadre d'un dispositif d'incitation du personnel ou d'épargne salariale, 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) ne sont en principe pas soumises à l'impôt en France, sous réserve que (a) les cédants n'aient, à aucun moment au cours des 5 années qui précèdent la cession, détenu, directement ou indirectement, seuls ou avec des membres de leur famille, une participation représentant plus de 25 % des droits dans les bénéfices sociaux de la Société, (articles 244 *bis* B et C du CGI), (b) la Société ne soit pas à prépondérance immobilière (article 244 *bis* A du CGI) et (iii) les cédants ne soient pas domiciliés, établis ou constitués hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI tel que modifié par la Loi n° 2018/898 du 23 octobre 2018 de lutte contre la fraude. 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 et sauf si les cédants apportent la preuve que les opérations auxquelles correspondent ces profits ont principalement un objet et un effet autres que de permettre leur localisation dans un Etat ou territoire non coopératif.

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 Personnes soumises 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 personnes dont les opérations portant sur les valeurs mobilières sont réalisées dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce types d'opérations ou qui ont inscrit leurs actions à l'actif de leur bilan commercial ou les personnes physiques qui ont acquis leurs actions dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ou d'incitation du personnel, devront s'informer auprès de leur conseiller fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur cas particulier.

2.8.5 Droits d'enregistrement

Conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société qui a son siège social en France et dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que la cession ne soit constatée par un acte signé en France ou à l'étranger. Dans ce dernier cas, la cession des actions est assujettie à un droit de mutation au taux proportionnel de 0,1 % assis sur le plus élevé du prix de cession ou de la valeur réelle des titres, sous réserve de certaines exceptions visées au II de l'article 726 du CGI.

Dans la mesure où la capitalisation boursière de la Société n'excède pas un milliard d'euros au 1er décembre 2018, l'acquisition par l'Initiateur des actions ne sera pas soumise à la taxe sur les transactions financières prévue à l'article 235 ter ZD du CGI ; les actionnaires de la Société ne seront pas soumis à cette taxe à raison de la cession de leurs actions dans le cadre de l'Offre.

3. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

3.1 Structure et répartition du capital

Le capital social s'élève à 11.568.965,94 euros. Il est divisé en 5.060.790 actions, toutes de même catégorie, de deux euros et deux cent quatre-vingt-six centimes (2,286 €).

Conformément à l'article 34 des statuts de la Société, un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire, à la fin de l'année civile précédant la date de réunion de l'Assemblée considérée.

Au 30 septembre 2019, à la connaissance de la Société et sur la base des déclarations reçues par elle, le capital social et les droits de vote de SIPH sont répartis comme indiqués à la section 1.1.1 du présent projet de note d'information conjointe.

3.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions SIPH ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

3.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

Il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions.

3.2.2 Clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de SIPH (article L. 233-11 du Code de commerce)

Hormis le Protocole d'Accord et le Pacte d'Actionnaires tel que décrit à la section 1.3.2 ci-dessus, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, de clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de SIPH.

3.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil légale ou d'une déclaration d'opération sur titres dans les 12 derniers mois

Dans les 12 mois précédant le dépôt de l'Offre et du présent projet de note d'information, la Société n'a reçu aucune déclaration de franchissement de seuil légal.

3.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Il n'existe aucun détenteur de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux.

3.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Il n'existe aucun mécanisme de contrôle en vigueur à ce jour prévu dans un système d'actionnariat du personnel dont les droits de contrôle ne seraient pas exercés par ce dernier.

3.6 Accords entre actionnaires dont SIPH a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

Hormis le Protocole d'Accord et le Pacte d'Actionnaires tel que décrit à la section 1.3.2 ci-dessus, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'autres accords pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

3.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de SIPH

3.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

La Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois membres au moins nommés par l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires et révocables par elle. Le nombre d'administrateurs en fonction ne peut pas être supérieur à dix-huit.

Toutefois, en cas de décès ou de démission du président du Conseil d'administration et si le Conseil d'administration n'a pu le remplacer par un de ses membres, il peut nommer, sous réserve des dispositions de l'article L.225-24 du Code de Commerce, un administrateur supplémentaire qui est appelé aux fonctions de président.

Une personne morale nommée administrateur doit, lors de sa nomination, désigner un représentant permanent, personne physique et, si elle révoque son représentant comme dans le cas où celui-ci est atteint par la limite d'âge, elle est tenue de pourvoir à son remplacement.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat est antérieur de deux années au moins à sa nomination et correspond à un emploi effectif. Il ne perd pas le bénéfice de ce contrat de travail. Toute nomination intervenue en violation de cette disposition est nulle ; toutefois, cette nullité n'entraîne pas celle des délibérations auxquelles a pris part l'administrateur irrégulièrement nommé.

Le nombre des administrateurs liés à la Société par contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

Toutefois, les administrateurs élus par les salariés, les administrateurs représentant les salariés actionnaires ou le fonds commun de placement de l'entreprise en application de l'article L.225-23 du Code de Commerce et, dans les sociétés anonymes à participation ouvrière, les représentants de la société coopérative de main d'œuvre, ne sont pas comptés pour la détermination du nombre des administrateurs liés à la société par un contrat de travail.

En cas de fusion ou de scission, le contrat de travail peut avoir été conclu avec l'une des sociétés fusionnées ou avec la société scindée.

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

La durée des fonctions des administrateurs est fixée par l'Assemblée Générale qui procède à leur nomination. Elle est au maximum de six années.

Les administrateurs sont toujours rééligibles.

Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires.

La limite d'âge pour les fonctions d'administrateurs est celle prévue par la loi.

Sous réserve des dispositions ci-dessus, les fonctions des Administrateurs prennent fin à l'issue de la réunion de l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat desdits Administrateurs.

3.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts de SIPH.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart et sur deuxième convocation le cinquième des actions ayant le droit de vote.

A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle de la deuxième convocation.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris celles des actionnaires ayant voté par correspondance. Toutefois, en cas d'augmentation du capital social par incorporation de bénéfices, réserves ou primes d'émission, l'assemblée générale extraordinaire statue aux conditions de quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires.

3.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

A la date du présent projet de note d'information conjointe, l'assemblée générale des actionnaires de la Société n'a voté et n'a accordé aucune délégation au conseil administration de la Société visant à émettre des valeurs mobilières par la Société ou à racheter des actions de la Société.

3.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par SIPH

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

3.10 Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les principaux salariés de SIPH, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

La Société n'a conclu aucun accord avec le Président, le Directeur Général, les membres du Conseil d'administration ou les principaux salariés prévoyant des indemnités s'ils démissionnent ou sont révoqués ou licenciés sans cause réelle et sérieuse selon le cas, ou si leur emploi ou mandat prend fin en raison d'une offre publique.

4. 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 BHF, sont reproduits ci-après.

4.1 Présentation de la Société et de son marché

4.1.1 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 - 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
2017	Le Groupe Michelin (CFM) de concert avec SIFCA, renforce sa participation dans SIPH via une offre publique d'achat simplifiée. A l'issue de l'opération, la participation de Michelin passe de 23,8% à 33,6% et le concert formé par CFM et SIFCA détient 89,15% du capital et 93,74% des droits de vote (au 13 juillet 2017)
2019	A la suite d'acquisitions successives d'actions SIPH sur le marché, CFM détient, à la date du présent document, 36,0% du capital et 36,5% des droits de vote et le concert formé par CFM et SIFCA détient 91,6% du capital et 94,8% des droits de vote

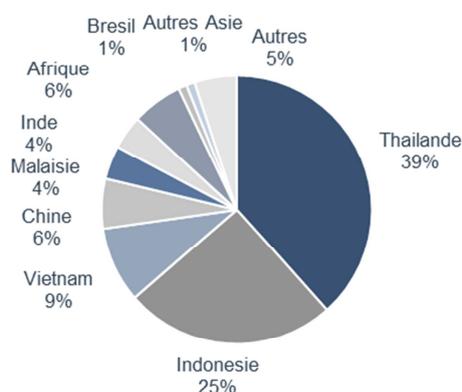
4.1.2 Présentation du marché du caoutchouc

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 2018, le caoutchouc naturel représentait environ 47% de la consommation mondiale totale de caoutchouc.

Bien qu'originaire 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 6% 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 2 – Répartition la production mondiale de caoutchouc naturel en volumes (2018)

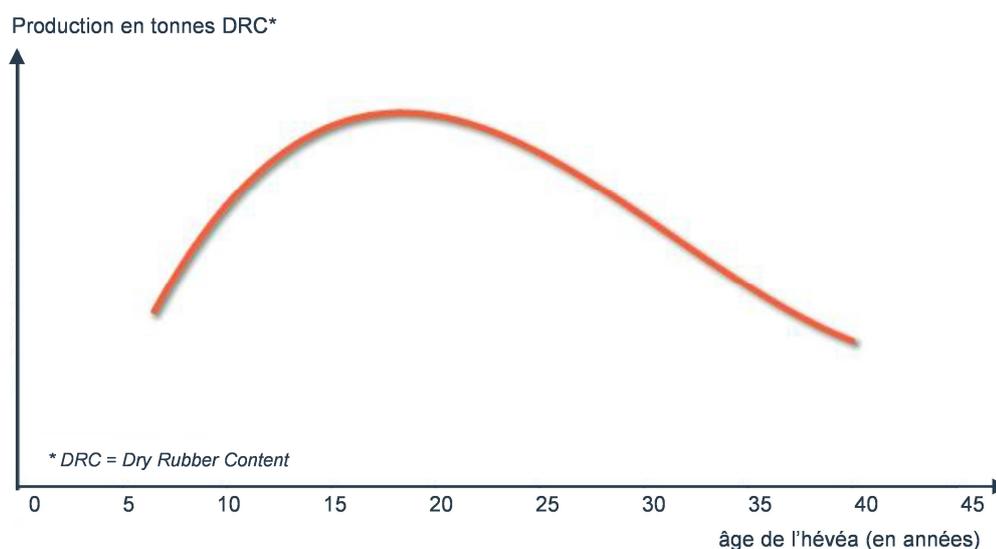


Source : Société, LMC

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, crépage, malaxage). Afin de connaître une production optimale, 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 contrariée par la longueur de ce processus naturel.

Figure 3 – Récolte de latex en fonction de l'âge de l'hévéa



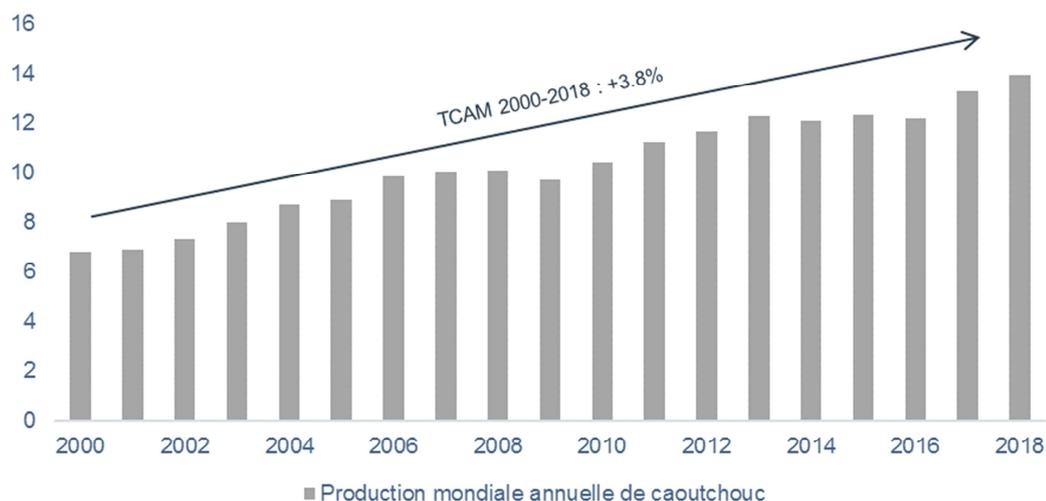
Source : Société

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 3,8% sur la période 2000-2018, marqué par de légers replis en 2009 et une croissance depuis 2016 pour finalement atteindre près de 14 milliers de tonnes de production en 2018.

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).

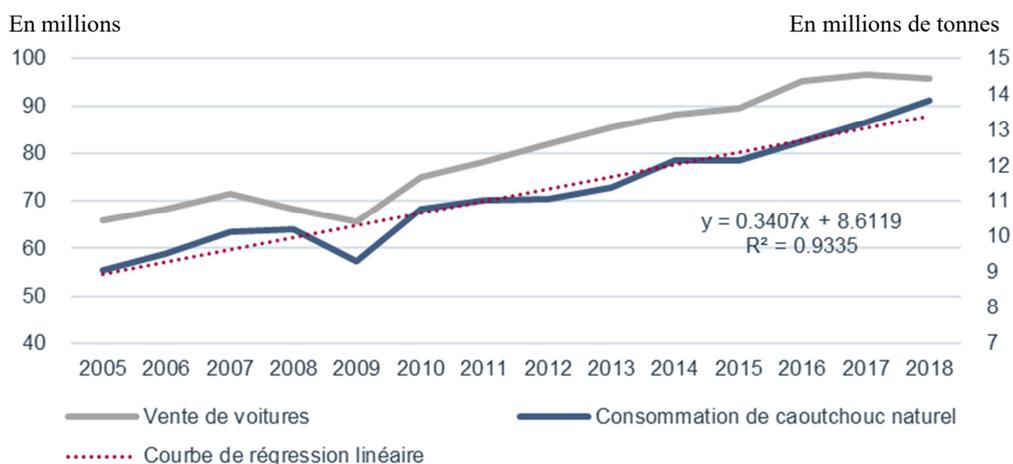
Figure 4 – Evolution de la production mondiale de caoutchouc depuis 2000 (en millions de tonnes)



Sources : Malaysian Rubber Board et Capital IQ

Le marché du caoutchouc naturel est étroitement lié à celui des pneumatiques, qui représente 70%⁸ 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 5 – Evolution des ventes de véhicules et de la consommation de caoutchouc naturel



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

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 93%). Les perspectives du secteur automobile se détériorent pour les prochaines années (les ventes de voitures neuves ont ainsi diminué de 3% entre 2017 et 2018). La hausse de la demande de caoutchouc naturel est ainsi

⁸ Source LMC, 2018

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.

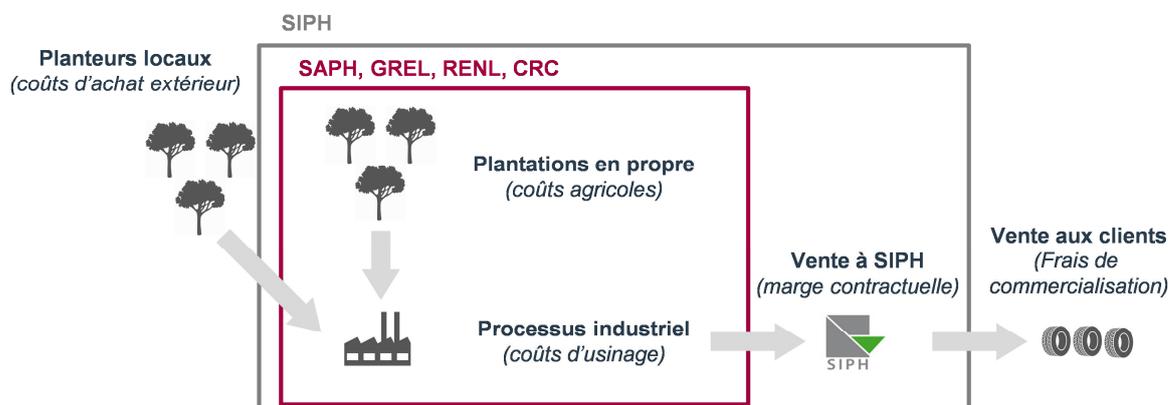
La reprise des cours du caoutchouc constatée à partir de mars 2019 ne s'est pas maintenue au-delà de juin 2019. Les cours se sont ainsi établis en moyenne à 1,29 €/kg au premier semestre, mais ont rapidement reflué dès début juillet pour s'établir en moyenne à 1,17 €/kg en août 2019. Les perspectives de reprise à court terme n'apparaissent pas, mais SIPH reste confiante dans ses fondamentaux pour passer ce creux de cycle.

4.1.3 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 6 – 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 72% des matières premières utilisées par la Société en 2018. 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

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

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).

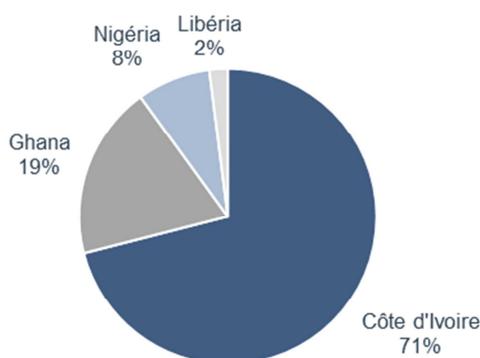
La grande concentration des acteurs de l'industrie pneumatique rend SIPH tributaire de ses clients principaux, ce qui se traduit par le fait que les 10 premiers clients représentent plus de 85% du chiffre d'affaires (2017). Le premier client est Michelin, qui a représenté 29,2% du CA consolidé.

Répartition de la production par pays

Avec près de 227 000 tonnes de caoutchouc produites en 2018, 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 2018 plus de 90% de la production mondiale. A l'échelle mondiale, SIPH représente ainsi 1,8% de la production totale.⁹

Figure 7 – Répartition de la production de SIPH en volume par zone géographique (2018)

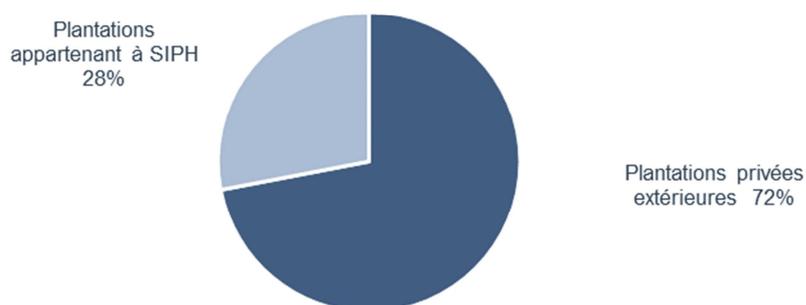


Source : Société

La Côte d'Ivoire est le principal pays contributeur du Groupe avec plus de 70% de la production en 2018. 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'usage.

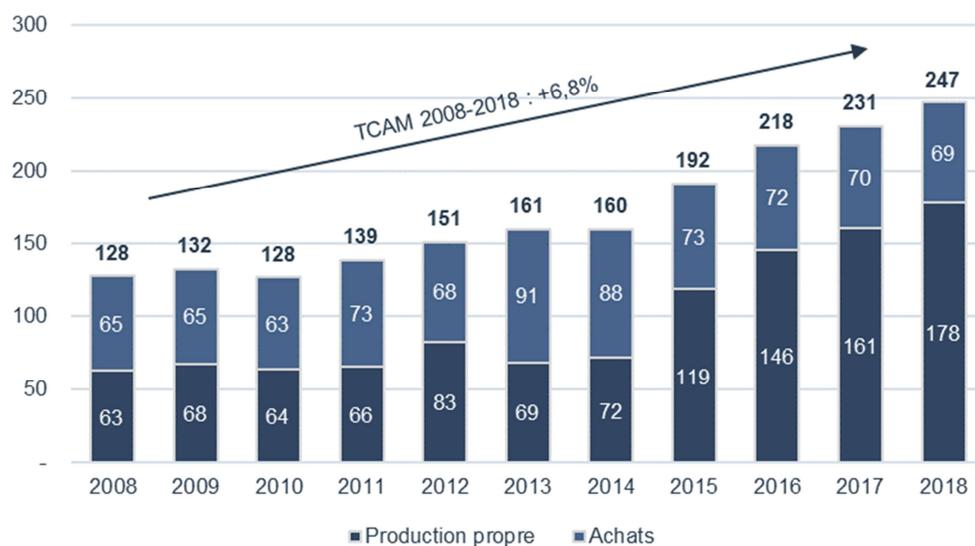
⁹ Sources : Société, LMC

Figure 8 – Répartition de la production en volume par type d'approvisionnement (2018)



Source : Société

Figure 9 – Evolution de la production de SIPH (2008-2018)

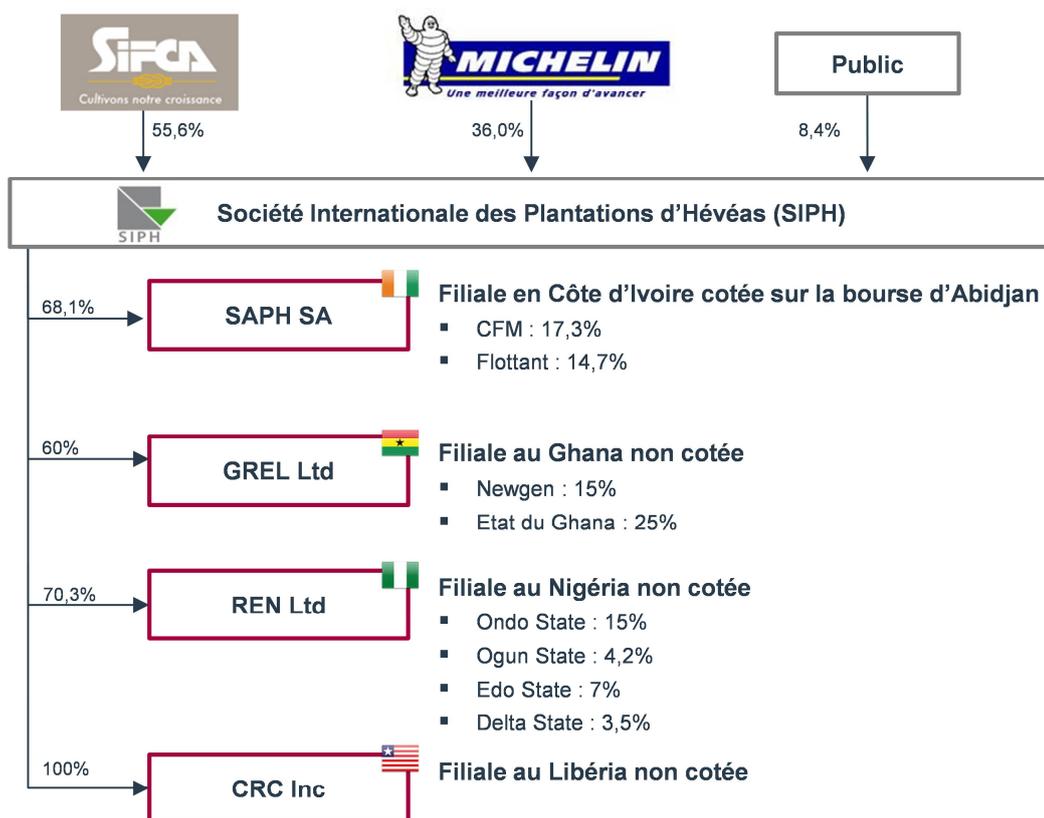


Source : Société

Organigramme opérationnel

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

Figure 10 – Organigramme de la Société au 30 juin 2019 (détenion du capital)



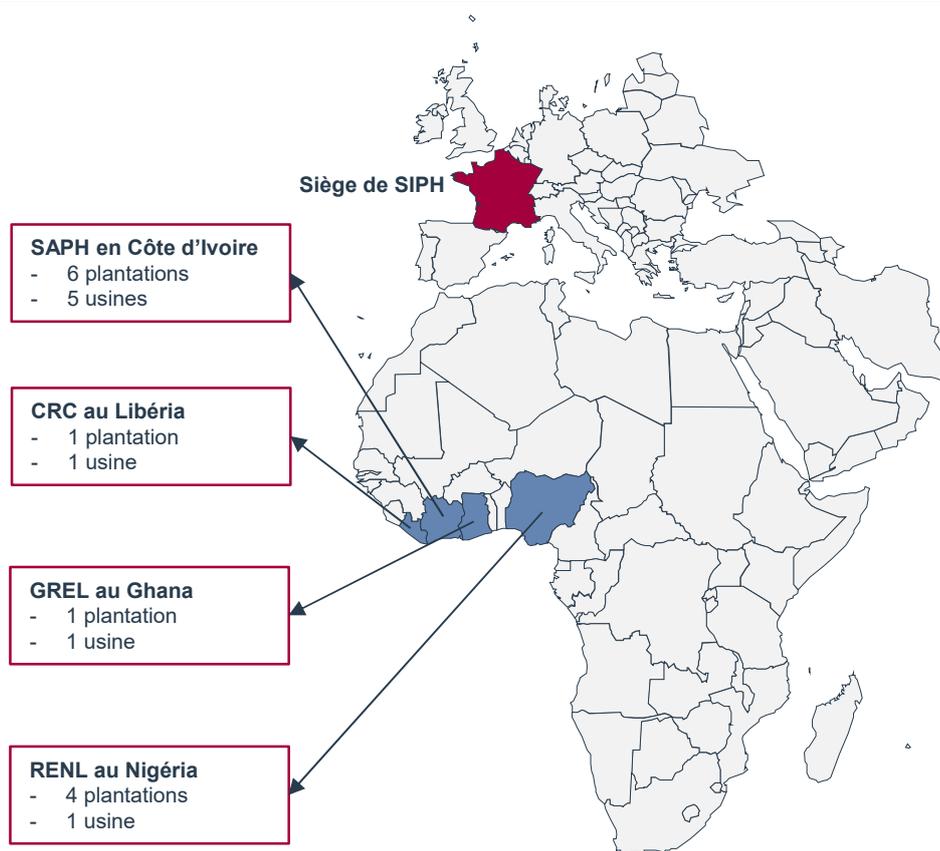
Source : Société

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 11 – Implantation géographique de SIPH (2018)



Source : Société

4.1.3.1 *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 700 000 tonnes produites en 2018 contre 581 000 tonnes en 2017 (+20.5%). Contrairement à d'autres pays africains, il existe une importante production indépendante en Côte d'Ivoire qui rassemble près de 165 000 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 20% par an pour atteindre 2 000 000 tonnes de caoutchouc d'ici 2023¹⁰.

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 estimée à 28%. 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 146 000 tonnes en 2018 (+143%). 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.

¹⁰ Source : Agence Ecofin, Presse

La stratégie de SAPH est d'augmenter progressivement sa production en s'appuyant sur son actif industriel actuel. 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.

Les principaux concurrents identifiés¹¹, 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 21% de parts de marché. Le chiffre d'affaires hévéa et huile de palme de Socfinaf atteint 378 M€ en 2018. 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 546 M€ en 2018, pour un chiffre d'affaires « hévéa » de 166,9 M€. Ce chiffre d'affaire correspond à 144 800 tonnes de production en 2018 ;
- 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 domestique. Le groupe possède deux usines de production dans le pays et 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 annuelle de près d'1,6 million de tonnes, soit environ 11,5% de la production mondiale en 2018. Le chiffre d'affaires d'Halcyon atteint 1,8 Mds\$ en 2018 ;
- Le Groupe Olam International détenu majoritairement par le fonds Singapourien Temasek, est aussi un acteur important de la production de caoutchouc au Gabon et en Côte d'Ivoire. L'entreprise détient une usine de transformation dans le pays, et des partenariats avec plus de 2 000 petits fournisseurs. Sur le continent le groupe possède en plus d'importants partenariats avec le Gabon pour la production de caoutchouc.
- 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 entreprend de nombreux projets de plantation dans le pays afin d'augmenter sa capacité de production.

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 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 la production propre de GREL qui stagnait à moins de 10 milliers de tonnes/an de 2000 à 2010 et qui est actuellement de 17 milliers tonnes. Du fait du rajeunissement des cultures, le potentiel productif à moyen et long terme de GREL sera progressivement augmenté, jusqu'à atteindre 20 000 tonnes en 2020, avec une amélioration notable des rendements agricoles et 35 000 tonnes en 2030.

¹¹ Sources : Sociétés Socfinaf, SIAT et Halcyon

Pour faire face à cette augmentation programmée de la production, GREL a débuté depuis 2010 un programme graduel d'augmentation de capacité de son usine qui s'est poursuivi jusqu'en 2018. Parallèlement, GREL a démarré en 2018 la construction d'une deuxième usine, qui devrait commencer à produire fin 2019, pour accompagner la croissance de ses productions propres et de ses achats.

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 (958 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, contre 18 600 tonnes en 2018.

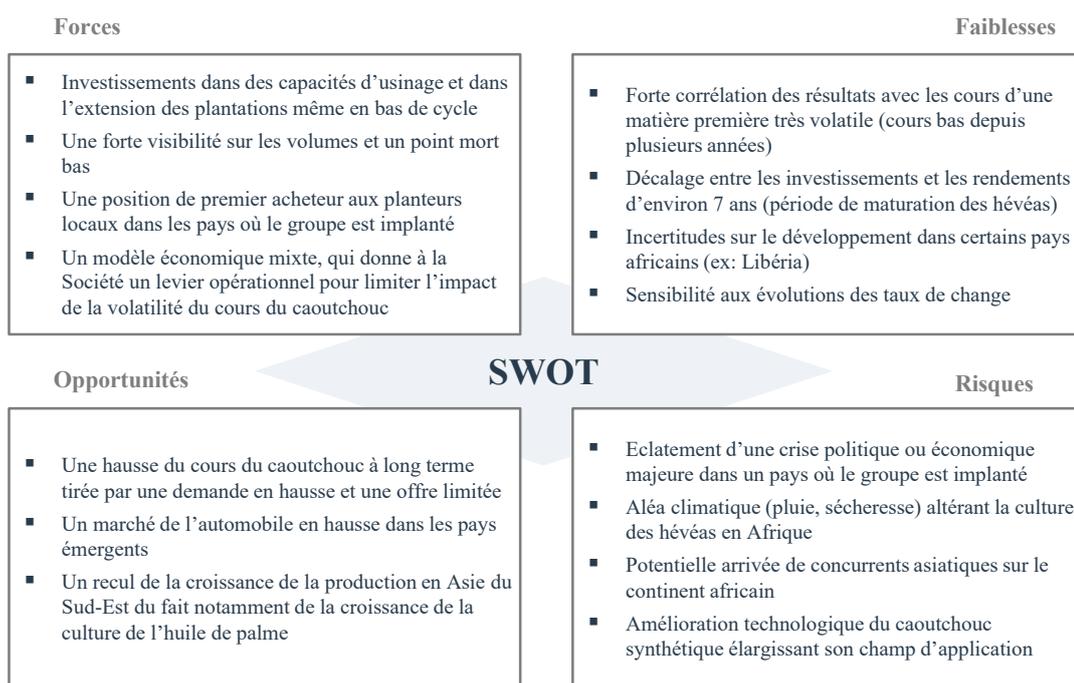
La concurrence apparaît très limitée au Nigéria.

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 exploite également environ 679 hectares de palmiers dans les zones impropres à l'hévéa. Le développement de la production de caoutchouc dans le pays est néanmoins difficile, notamment à cause des tensions politiques et économiques au sein du pays. L'implantation au Libéria a notamment été suivie par la baisse des cours du caoutchouc à partir de 2011, ce qui a contraint le groupe à rationaliser ses investissements, et notamment à les concentrer sur les pays aux potentiels les plus importants tels que la Côte d'Ivoire, le Ghana et le Nigéria.

4.1.3.2 Analyse SWOT

Figure 12 – Analyse SWOT de la Société



4.1.4 Analyse financière historique

4.1.4.1 Compte de résultat historique consolidé

Figure 13 – Compte de résultat consolidé simplifié

En M€ - FYE 31/12	31-déc-15	31-déc-16	31-déc-17	31-déc-18	S1 2018a	S1 2019a
Compte de résultat						
Chiffre d'affaires	247.0	267.9	352.0	297.0	130.9	141.3
Croissance en %	(1.3%)	8.5%	31.4%	(5.6%)	(23.3%)	7.9%
Marge sur coûts directs	49.6	60.5	95.6	56.3	22.5	28.5
En % du chiffre d'affaires	20.1%	22.6%	27.2%	19.0%	17.2%	20.2%
Résultat opérationnel courant	6.9	18.8	51.4	11.0	(1.5)	3.5
En % du chiffre d'affaires	2.8%	7.0%	14.6%	3.7%	n.a.	2.5%
Résultat opérationnel	(1.2)	14.1	50.9	9.1	(1.4)	1.9
En % du chiffre d'affaires	(0.5%)	5.3%	14.5%	3.1%	n.a.	1.3%
Impôts sur le résultat	(7.5)	1.3	(12.8)	(3.1)	(0.7)	(1.9)
Résultat net	(1.7)	9.7	36.4	2.3	(4.1)	(2.2)
En % du chiffre d'affaires	(0.7%)	3.6%	10.3%	0.8%	n.a.	n.a.
Intérêts minoritaires	0.4	2.9	10.8	0.9	(0.9)	(0.9)
Résultat net part du groupe	(2.1)	6.9	25.7	1.5	(3.2)	(1.3)

Source : Rapports annuels de 2015 à 2018, rapports semestriels 2018 et 2019

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.

L'année 2018 présente des résultats en baisse par rapport à ceux de 2017, avec un chiffre d'affaires en chute de 15,6%. Cette décroissance reflète une importante baisse des prix unitaires du caoutchouc de 20,3% avec un prix moyen en 2018 de 1,16€/kg contre 1,47€/kg en 2017. Le volume vendu a enregistré une hausse de 3,9% mais n'a pas permis de contrebalancer l'effet de prix négatif lié à la conjoncture de bas de cycle à laquelle fait face SIPH. 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.

Le chiffre d'affaires du deuxième semestre 2018 présente une forte augmentation par rapport à celui du premier semestre (+46.9%). Cette hausse du chiffre d'affaire est liée à la saisonnalité de la production du fait de « l'hivernage¹² » lors du premier semestre. Ainsi, 40% de la production est normalement effectuée au premier semestre et 60% au deuxième. En 2017, le deuxième semestre avait vu l'activité s'accélérer, mais de manière nettement moins importante (+6,3%).

Une augmentation du chiffre d'affaires est à noter entre le premier semestre 2019 et celui de 2018 (+7,9%). Cela fait suite à la hausse du prix unitaire du caoutchouc au premier semestre 2019 s'établissant à 1,29€/kg contre 1,18€/kg sur le premier semestre 2018 (+9,3%).

Analyse de l'évolution des marges

La structure des coûts en 2018 est restée très similaire à celle de l'année précédente. La Société a mené un effort de réduction des coûts qui s'est reflété par une baisse de coût des ventes à 240,7 M€ en 2018 contre 256,4 M€ en 2017 tout en ayant augmenté la production de 6,9% à 247 milliers de tonnes (contre 231 milliers de tonnes en 2017).

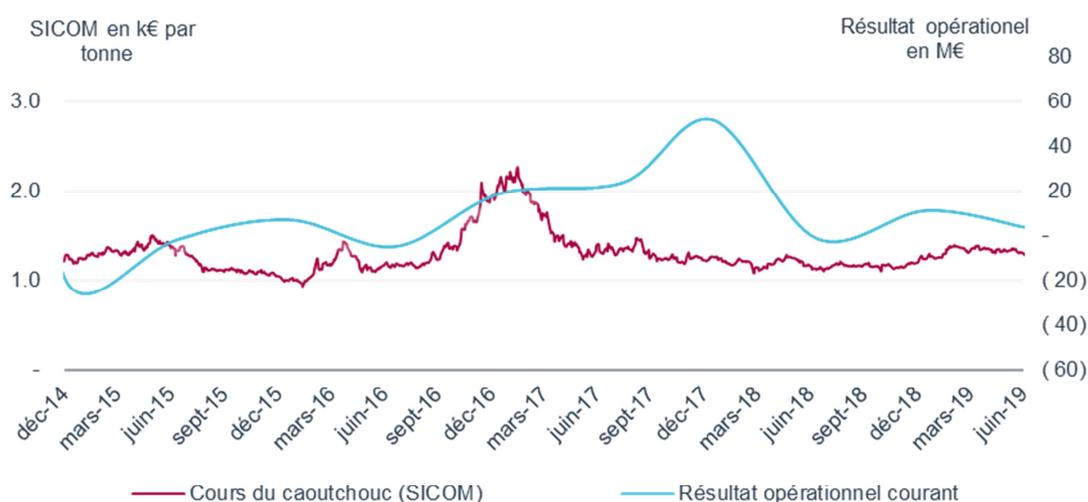
En 2018, la marge sur coûts directs s'élève à 56,3 M€ (19 % du CA), contre 95,6 M€ en 2017 (27 % du CA). Au premier semestre 2019, les productions agricoles des sociétés du Groupe sont conformes aux attentes, et les achats extérieurs sont maîtrisés. Le taux de marge du premier semestre 2019 se situe ainsi à 20,2%, en amélioration par rapport au premier semestre 2018 (17,2%).

Le résultat financier ressort à -3,7 M€ contre -1,7 M€ en 2017. La baisse du résultat financier provient de moindres gains de change constatés sur des créances en euro détenues par RENL (Nigeria). En effet, 2016 et 2017 avaient été marqués par la dévaluation de monnaie du Nigeria (Naira) vis-à-vis de l'euro alors que la monnaie s'est stabilisée en 2018.

Après comptabilisation de 3,1 M€ de charges d'impôt, le résultat net consolidé s'établit à 2,3 M€ en 2018 contre 36,4 M€ en 2017. Au premier semestre 2019, le résultat consolidé du groupe affiche une perte de 2,2 M€ contre une perte 4,1 M€ au premier semestre 2018.

¹² 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



Source : Capital IQ, Rapports annuels et semestriels de 2014 à 2018

Le cours du caoutchouc reste à un niveau très faible depuis plusieurs années, ce qui pénalise la performance opérationnelle de SIPH. Les résultats se sont notamment dégradés depuis la précédente offre publique de 2017.

4.1.4.2 Bilan historique consolidé

Figure 15 – Bilan consolidé – actif

Actif en M€ - FYE 31/12	31-déc-15	31-déc-16	31-déc-17	31-déc-18	30-juin-18	30-juin-19
Ecart d'acquisition et autres immobilisations incorporelles	19.7	17.4	15.1	16.5	14.2	16.5
Immobilisations corporelles	105.7	92.8	96.2	92.8	105.9	96.4
Actifs biologiques producteurs	115.8	114.4	114.2	131.2	117.2	136.2
Droit d'usage immobilisations corporelles	-	-	-	-	-	8.1
Immobilisations financières	0.9	0.9	1.1	1.4	1.1	1.5
Impôts différés	2.1	3.4	0.2	0.0	0.0	-
Autres actifs long terme	3.4	0.3	0.3	0.1	0.4	0.1
Actif non courant	247.6	229.2	227.1	242.1	238.7	258.9
Stocks et en-cours	50.7	60.0	57.3	61.6	52.7	65.5
Clients et autres débiteurs	34.4	48.6	46.2	55.3	37.3	51.3
Autres actifs financiers courants	0.5	0.4	0.7	0.1	1.0	-
Trésorerie et équivalents de trésorerie	29.2	25.3	39.0	25.5	32.3	23.9
Actif courant	114.8	134.4	143.2	142.5	123.3	140.7
Total Actif	362.3	363.5	370.3	384.6	362.0	399.5

Source : Rapports annuels de 2015 à 2018, rapports semestriels 2018 et 2019

Figure 16 – Bilan consolidé – passif

Passif en M€ - FYE 31/12	31-déc-15	31-déc-16	31-déc-17	31-déc-18	30-juin-18	30-juin-19
Capital social	142.2	123.5	130.9	153.2	153.0	150.1
Résultat de l'exercice	(2.1)	6.9	25.7	1.4	(3.2)	(1.3)
Intérêts minoritaires	65.6	61.8	72.6	72.3	70.3	71.8
Capitaux propres	205.6	192.2	229.1	226.9	220.1	220.6
Emprunts	57.6	61.0	47.2	22.2	36.4	28.7
Passif de location	-	-	-	-	-	7.8
Impôts différés passifs	4.7	6.1	4.7	4.2	4.1	3.8
Engagements de retraite et avantages assimilés	5.8	5.0	5.1	5.6	5.7	6.6
Autres passifs long terme	1.8	1.3	1.9	1.2	1.5	2.2
Passif non courant	69.9	73.5	58.9	33.2	47.7	49.1
Fournisseurs et autres créditeurs	34.4	30.4	31.9	54.8	40.3	45.5
Dettes d'impôt sur le résultat	0.1	0.9	6.9	0.1	0.9	0.1
Emprunts	51.9	54.8	42.5	68.8	51.8	83.5
Autres passifs financiers courants	-	11.2	0.1	0.0	0.3	0.1
Provisions pour autres passifs	0.5	0.5	0.8	0.7	0.9	0.7
Passif courant	86.8	97.8	82.2	124.4	94.2	129.9
Total Passif	362.3	363.5	370.3	384.6	362.0	399.5

Source : Rapports annuels de 2015 à 2018, rapports semestriels 2018 et 2019

Figure 17 – Bilan économique

Actif en M€ - FYE 31/12	31-déc-15	31-déc-16	31-déc-17	31-déc-18	30-juin-18	30-juin-19
Immobilisations	242.1	225.4	226.5	241.9	238.4	258.8
Autres actifs long terme	3.4	0.3	0.3	0.1	0.4	0.1
Autres actifs courants	0.5	0.4	0.7	0.1	1.0	-
Besoin en fonds de roulement opérationnel	50.7	78.2	71.6	62.1	49.7	71.2
Actif économique	296.6	304.4	299.1	304.2	289.4	330.1
Capitaux propres	205.6	192.2	229.1	226.9	220.1	220.6
Provisions	6.2	5.5	5.9	6.3	6.6	7.3
Impôts différés	2.7	3.6	11.4	4.3	5.0	3.8
Dettes financières nettes	80.3	90.5	50.8	65.5	56.0	88.2
Passif de location	-	-	-	-	-	7.8
Autres passifs courants	-	11.2	0.1	0.0	0.3	0.1
Autres passifs long terme	1.8	1.3	1.9	1.2	1.5	2.2
Capitaux engagés	296.6	304.4	299.1	304.2	289.4	330.1

Source : Rapports annuels de 2015 à 2018, rapports semestriels 2018 et 2019

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.¹³ 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€.

Annoncée le 13 janvier 2016 et mise en place le 1er janvier 2019, la norme IFRS 16 « Contrats de location » vise une représentation plus fidèle des actifs et passifs des sociétés, une transparence accrue et une comparabilité améliorée entre les sociétés qui utilisent la location pour disposer d'un actif et celles qui empruntent pour acquérir un actif. Elle prévoit

¹³ Source : IFRS, Communiqué de presse de Juin 2014, « IASB issues to IAS 41 for bearer plants »

un principe unique de comptabilisation de tous les contrats de location au bilan des preneurs, avec constatation d'un actif représentatif du droit d'usage de l'actif loué pendant la durée du contrat, d'une dette au titre de l'obligation de paiement des loyers, d'un impact en capitaux propres net des impôts différés. Le Groupe SIPH a choisi d'appliquer la norme IFRS 16 selon la méthode rétrospective simplifiée au 1er janvier 2019. Les impacts reconnus de la norme traduisent une augmentation de 8,3 M€ de l'actif immobilisé et des dettes de loyer au passif au 31 décembre 2018.

La décroissance du BFR entre 2017 et 2018 (-13,3%) s'explique par l'augmentation des créances fournisseurs (+22,9 M€). Cette augmentation n'a pas été compensée par l'augmentation du stock (+4,3 M€) et des créances clients (+9,1 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 3,9% entre 2017 et 2018. La hausse des dettes fournisseurs est due essentiellement à l'augmentation de l'en-cours d'achat de fonds de tasse chez SAPH.

L'augmentation du BFR au premier semestre 2019 (+43,4%) est due à l'augmentation du niveau de stock de SIPH ainsi que des créances clients. L'augmentation des créances fournisseurs n'a pas compensé cette augmentation.

Le ratio d'endettement net sur les capitaux propres est passé de 22% au 31 décembre 2017 à 28,8% au 31 décembre 2018. Le Groupe dispose d'une capacité d'endettement suffisante pour mener à bien sa stratégie de développement. Au 30 juin 2019, l'entreprise possède un ratio d'endettement net sur capitaux propres de 40,0%. Cela est dû en grande partie à l'augmentation du poste « emprunts bancaires non courants » causée par le complément d'avance d'actionnaires consentis par SIFCA et Michelin pendant cette période.

Analyse des investissements

Les investissements se sont poursuivis en 2018, notamment au Ghana, montrant la volonté du Groupe de poursuivre sa croissance en investissant à contre cycle.

Les investissements industriels réalisés en Côte d'Ivoire et au Ghana permettent à SIPH d'accompagner la croissance des planteurs et d'augmenter de 11 % les tonnages achetés, qui passent de 161 milliers de tonnes en 2017 à 178 milliers de tonnes en 2018.

SIPH entend maintenir ses investissements stratégiques pour disposer de tous les atouts nécessaires en vue d'une reprise durable du marché. Après un ralentissement en 2016 pour s'adapter au contexte économique, SIPH a repris son programme en 2017 (31,6 M€), et 2018 (35,1 M€).

Ce programme de croissance des filiales de SIPH porte sur :

- Les extensions de capacité de traitement, pour faire face aux productions croissantes des planteurs indépendants,
- Le renouvellement et l'extension des plantations détenues en propre.

Ce programme de développement s'inscrit clairement dans le plan stratégique de SIPH qui prévoit de développer ses capacités industrielles pour transformer localement le maximum de la production de caoutchouc propre ou villageoise.

Les actionnaires majoritaires de SIPH, dans le cadre de ce plan d'investissement, ont consenti 10 M€ d'avance à court terme, extensible à 20 M€, pour permettre au Groupe de poursuivre son développement tout en négociant sereinement des financements long terme avec ses partenaires bancaires. Le remboursement de ces avances n'interviendrait que lors de l'obtention du financement.

4.2 Méthodologie

4.2.1 Méthodes et références de valorisation écartées

4.2.1.1 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 29,4 € par action sur la base des comptes consolidés au 30 juin 2019.

Figure 18 – Actif net comptable consolidé de SIPH

Actif en M€ - 30/06/2019	
Ecart d'acquisition et autres immobilisations incorporelles	16.5
Immobilisations corporelles	96.4
Actifs biologiques	136.2
Autres actifs non courants	9.7
Besoin de fonds de roulement	71.2
Dette financière nette	(96.1)
Engagements de retraite et autres provisions	(7.3)
Impôts différés nets	(3.8)
Autres passifs non courants	(2.2)
Intérêts minoritaires	(71.8)
Actif net comptable consolidé	148.9
<i>Nombres d'actions ('000)</i>	<i>5 061</i>
Actif net comptable consolidé par action (€)	29.4

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

Source : Société

4.2.1.2 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.

4.2.1.3 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 19 – Distribution de dividendes au cours des 10 derniers exercices

Exercice	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dividende net (M€)	15.2	28	40.5	20.2	5.0	-	-	-	4.0	3.8
Dividende net par action (€)	3.0	5.5	8.0	4.0	1.0	-	-	-	0.8	0.8
Résultat net PdG (M€)	39.0	66.1	64.6	20.7	(35.2)	(45.0)	(2.1)	6.9	25.7	1.4
Taux de distribution	39.0%	42.1%	62.7%	97.9%	ns	ns	ns	ns	15.6%	262.3%

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

4.2.1.4 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 :

- Août 2018 : acquisition par Kuala Lumpur Kepong Berhad de 95% de PT Putra Bongan Jaya, société indonésienne productrice d'huile de palme et de plantation d'Hévéas. La transaction valorisait la totalité de la plantation à environ 69,7 M€. Cette transaction apparaît peu pertinente car PT Putra Bongan Jaya SA est plus diversifiée que SIPH et dispose notamment d'une part significative dans l'huile de palme, valorisées de façon très différente de celle du caoutchouc ;

- Mars 2018 : acquisition de 50% de Nauvu Investments par Wilmar International. La cible est une entreprise Singapourienne qui est active dans la culture, la production et la transformation de l'huile de palme, du caoutchouc naturel et des produits du sucre, par l'intermédiaire de ses filiales. La transaction valorise l'ensemble 240 M€. Cette transaction apparaît peu pertinente car Nauvu Investments est beaucoup plus diversifiée que SIPH ;
- Janvier 2018 : acquisition par Halcyon Agri Corporation Ltd de Sumber Djantin PT et Sumber Alam PT, producteurs indonésiens de caoutchouc naturel. La transaction valorise l'ensemble composé de Sumber Djantin PT et Sumber Alam PT à 53,86 M€, pour un résultat net de 830 K€ ;
- Octobre 2017 : la Fimave acquiert une participation de 35% dans la société anonyme SIAT, société belge qui détient de nombreuses plantations d'huile de palme et de caoutchouc en Afrique. La transaction d'un montant de 193 M€ valorise l'ensemble du capital 550 M€. La SIAT génère un chiffre d'affaires de 200 M€ pour un EBITDA de 70 M€ l'année précédant la transaction. 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 ;
- 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

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

que SIPH et dispose notamment d'activités dans l'huile de palme, valorisées de façon très différente de celles du caoutchouc.

Figure 20 – Transactions identifiées

Date	Acquéreur	Cible	Pays	VE induite	
				(M€)	VE/CA
août-18	Kuala Lumpur Kepong Berhad	PT Putra Bonggan Jaya	Indonésie	70	-
mars-18	Wilmar International	Nauvu Investments	Singapoure	240	-
janv-18	Halcyon Agri	Sumber Djantin PT	Indonésie	54	-
oct-17	Fimave	Siat SA	Belgique	704	3.5x
sept-16	Halcyon Agri	GMG Global	Singapoure	446	1.1x
août-16	Sinochem international	Halcyon Agri	Singapoure	624	0.7x
août-14	Halcyon Agri	Anson Company	Singapoure	240	0.4x
juil-12	GMG Global	Siat SA	Belgique	611	-
Médiane					0.9x
Moyenne					1.4x

Sources : MergerMarket, Capital IQ, Presse

4.2.1.5 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 21 – Caractéristiques des sociétés identifiées

Société	Prix (EUR)	Cap (MEUR)	VE (MEUR)	VE / CA		
				2018	2019	2020
China Hainan Rubber	0.6	2,553	2,530	2.9x	2.4x	2.1x
Sri Trang Agro	0.3	490	1,221	0.6x	0.6x	0.6x
Phuoc Hoa Rubber	2.2	304	288	4.7x	4.5x	4.3x
Moyenne				2.7x	2.5x	2.3x
Halcyon Agri	0.3	476	1,426	0.7x	n.d.	n.d.

Source : Capital IQ (données au 8 octobre 2019 - moyenne 1 mois), consensus d'analystes

Note : Halcyon Agri a été sorti de la moyenne de l'échantillon car ne disposant pas de prévisions financières pour 2019 et 2020

Figure 22 – Taux de croissance et taux de marge des sociétés identifiées

Société	Croissance du CA			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT			Marge nette		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
China Hainan Rubber	(38%)	+22%	+14%	(7%)	4%	4%	(11%)	(0%)	(0%)	3%	n.d.	n.d.
Sri Trang Agro	(18%)	(13%)	+11%	8%	6%	7%	4%	2%	3%	3%	1%	1%
Phuoc Hoa Rubber	(6%)	+5%	+5%	16%	16%	n.d.	11%	14%	14%	40%	64%	53%
Moyenne	(20%)	+5%	+10%	5%	9%	6%	1%	5%	6%	16%	32%	27%
Halcyon Agri	+1%	n.d.	n.d.	1%	n.d.	n.d.	(0%)	n.d.	n.d.	(0%)	n.d.	n.d.

Source : Capital IQ (données au 8 octobre 2019), consensus d'analystes

Notes : Halcyon Agri a été sorti de la moyenne de l'échantillon car ne disposant pas de prévisions financières pour 2019 et 2020

Les états financiers des sociétés de l'échantillon sont calendarisés au 31 décembre

Capitalisation boursière basée sur une moyenne des cours 1 mois

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

Les valeurs ne sont pas pertinentes car CFM comptabilise les titres SIPH par mise en équivalence (après les avoir comptabilisés historiquement à leur coût d'acquisition) et SIFCA à leur coût d'acquisition. A titre indicatif :

- La valeur de la participation SIPH détenue par CFM directement à l'actif du bilan consolidé de CFM s'élève à 94,8 M€ au 31 juillet 2019 pour 1 822 344 titres, soit 52,02 € par action ;
- La valeur de ces titres dans les comptes de SIFCA s'élève à 5,3 Mds de XOF, soit 8,1 M€¹⁴ pour 2 813 410 titres, soit 2,90 € par action.

4.2.2 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 :

A titre principal :

- Somme des parties ;
 - Evaluation de l'ensemble des entités juridiques du groupe (SAPH, GREL, RENL, CRC, SIPH Social) ;

A titre indicatif :

¹⁴ Sur la base du taux de change XOF/EUR de 655,957

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

- Analyse du cours de bourse de la Société ;
- Objectif de cours des analystes de recherche ;
- Transactions sur le capital de SIPH.

4.3 Application des méthodes retenues

4.3.1 Sources générales

Les présents travaux sont notamment fondés sur :

- Les rapports financiers annuels au 31 décembre 2016, 2017 et 2018 de la Société ;
- Les rapports financiers semestriels au 30 juin 2018 et 2019 de la Société ;
- Les communiqués financiers publiés par la Société depuis 2013 ;
- Les plans d'affaires 2019e-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.

4.3.2 Hypothèses

4.3.2.1 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 du présent document.

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.

4.3.2.2 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 30 juin 2019, s'élevant à 88,2 M€ et comprenant :

- +112,2 M€ de dettes financières (emprunts bancaires, découverts, crédit spots, et comptes courants d'actionnaires) ;
- -23,9 M€ de trésorerie et équivalents de trésorerie ;

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

- Diminuée des titres de participations non consolidés, soit -0,1 M€ ;
- Augmentée des engagements de retraite et avantages assimilés après impôts au 30 juin 2019, soit +4,8 M€ ;
- Augmentée des provisions pour autres passifs après impôts au 30 juin 2019, soit +0,5 M€ (composés de diverses provisions pour litiges)

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

- Augmentée des autres passifs financiers courants au 30 juin 2019, soit +0,1 M€ ;
- Augmentée des dettes d'impôt sur le résultat au 30 juin 2019, soit +0,1 M€ ;
- Augmentée des valeurs intrinsèques des intérêts minoritaires des filiales (31,9% dans SAPH, 40% dans GREL, 29,7% dans RENL)¹⁵, soit 117,7 M€ :

Ainsi, la dette financière nette ajustée de SIPH s'élève à 205,3 M€.

4.3.2.3 Présentation du plan d'affaires

Le plan d'affaires 2019b-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 SIPH¹⁶. Le plan d'affaires anticipe une remontée progressive du cours du caoutchouc, celui-ci passant successivement de \$1,39/kg en 2019, à \$1,40/kg en 2020, \$1,55/kg en 2021, \$1,70/kg en 2022, \$1,85/kg en 2023, \$2,05/kg en 2024, puis étant maintenu à \$2,15/kg sur le long-terme à partir de 2025
 - Selon les analyses de l'évolution de l'offre et de la demande, et du niveau des stocks, le management estime que les fondamentaux du secteur n'ont pas notablement changé. La consommation continue à augmenter à un rythme assez régulier de 2,5% par an, alors que la production n'augmente qu'à un rythme moyen d'environ 2%. Les stocks devraient ainsi rester élevés sur les 3 ou 4 prochaines années, et devraient donc continuer de peser sur le marché ;
 - Le management estime que, malgré quelques embellies passagères des cours (novembre 2016-avril 2017, ou juin 2019), les cours devraient rester sur des niveaux assez bas en 2019 et 2020. Un plancher entre \$1,35/kg et \$1,50/kg représente le niveau minimum pour préserver la rentabilité des planteurs et garantir ainsi la pérennité du secteur. Ce plancher correspond à la moyenne des 5 dernières années (\$1,48/kg) ;
 - A partir de 2021, les cours devraient amorcer une lente remontée, créée par les perspectives de rééquilibrage de l'offre. Cette remontée devrait s'amplifier à partir de 2023 par la réduction progressive des stocks ;
 - Le management estime pertinent de plafonner les cours, sur le moyen et long terme, à \$2,15/kg, ce qui correspond à la moyenne des 15 dernières années ;
 - Le plan d'affaires anticipe donc 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

¹⁵ Ces valeurs ont été déterminées par actualisation des flux de trésorerie sur la base des plans d'affaires de chacune des filiales.

¹⁶ Au 11 octobre 2019, le cours du caoutchouc (SICOM TSR 20) s'établissait à \$1,29/kg (source : Bloomberg)

volatilité importante et est stable à un niveau très faible depuis plusieurs années.

- 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 ;
 - Le NGN est la monnaie en vigueur au Nigéria et est utilisée pour les comptes sociaux et le plan d'affaires de RENL. Le NGN 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 un taux de 416,2 NGN/EUR en 2019, puis un taux stable à 438,0 NGN/EUR à partir de 2020. A titre indicatif, un Euro s'échangeait contre environ 396,0 Nairas le 11 octobre 2019 ;
 - 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 un dollar à 1,14 euros en 2019, puis stable sur le long-terme à 1,13 euros à partir de 2020¹⁷ ;
 - L'EUR est utilisé pour l'entité GREL au Ghana, ainsi que pour SIPH.

Figure 23 – Synthèse des principales tendances retenues par entité

Moyennes 2019b-2043e					
	Croissance du CA	Marge d'EBIT	Ratio Capex / CA	Ratio BFR / CA	Taux d'imposition
SAPH	+3.8%	17.2%	2.5%	(12.4%)	25.0%
CRC	+8.8%	39.3%	15.3%	21.3%	24.5%
GREL	+6.6%	24.0%	5.1%	12.9%	10.0%
RENL	+5.5%	36.8%	9.0%	5.0%	32.0%
SIPH Social	+4.6%	2.4%	0.0%	3.3%	25.8%

Source : ODDO BHF

- Les taux de croissance annuels moyens des chiffres d'affaires par entité sur la période 2019b–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 2019b–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

¹⁷ A titre informatif, les prévisions Bloomberg d'un consensus de 98 contributeurs (source : Bloomberg au 11 octobre 2019) anticipent une remontée supérieure de l'euro face au dollar en 2023, les prévisions s'établissant à 1,20

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

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 ;

- 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 impôts réels sont calculés sur la période du plan d'affaires pour chacune des filiales.

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

La valorisation est effectuée en date du 1^{er} juillet 2019. Les flux de trésorerie sont actualisés en milieu de période, soit au 30 juin de chaque année.

4.3.3 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 :

*Coût des fonds propres = taux sans risque + bêta du secteur * prime de marché + prime spécifique, le cas échéant*

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

- Le taux sans risque retenu pour la France, soit 0,03%, est déterminé de manière indépendante par ODDO BHF Securities (moyenne sur 3 mois au 30 septembre 2019) ;
- 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. Afin d'optimiser la qualité statistique du calcul du beta, un échantillon constitué de 11 valeurs a été retenu (les producteurs de caoutchouc et de « remilling » Sri Trang Agro-Industry Public Company, China Hainan Rubber Industry Group et SIPEF ainsi que les fabricants de pneumatique Michelin, Continental, Pirelli, Nokian

¹⁸ Source : Damodaran, janvier 2019

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

Renkaat Oyj, Bridgestone, Goodyear, Cooper Tire & Rubber Company et The Yokohama Rubber Company). Le beta moyen sur 2 ans de cet échantillon s'élève ainsi à 0,80.

- La prime de risque de marché retenue pour la France, soit 8,57% est déterminée de manière indépendante par ODDO BHF Securities (moyenne 3 mois au 30 septembre 2019) ;
- Les primes de risques des pays africains sont également estimées par Damodaran¹⁹ sur la base des notations respectives des pays concernés par les agences de crédit ;
- Dans un contexte de taux extrêmement faible, une prime spécifique de 3,39%²⁰ est appliquée²¹ compte tenu des exigences de rendement supérieures attendues par les investisseurs pour les sociétés de petite taille et illiquide, comme indiqué dans le rapport 2019 de Duff & Phelps.

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

France	
Taux sans risque (moyenne 3 mois OAT 10 y)	0.0%
Beta deleveragé	0.8x
Prime de risque	8.6%
Prime spécifique	3.4%
CMPC France	10.3%
Côte d'Ivoire	
Taux sans risque: proxy CDS	4.1%
Beta deleveragé	0.8x
Prime de risque	11.0%
Prime spécifique	3.4%
CMPC Côte d'Ivoire	16.2%
Libéria	
Taux sans risque: proxy CDS	13.5%
Beta deleveragé	0.8x
Prime de risque	22.6%
CMPC Libéria	31.6%
Ghana	
Taux sans risque: proxy CDS	7.3%
Beta deleveragé	0.8x
Prime de risque	15.0%
Prime spécifique	3.4%
CMPC Ghana	22.7%
Nigéria	
Taux sans risque: proxy CDS	6.2%
Beta deleveragé	0.8x
Prime de risque	13.6%
Prime spécifique	3.4%
CMPC Nigéria	20.5%

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 terme²², et

¹⁹ Source : Damodaran, janvier 2019

²⁰ Source : « 2019 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » - Duff & Phelps database

²¹ A l'exception du Libéria pour lequel Damodaran présente une prime de risque particulièrement élevée

²² A l'exception de SAPH pour laquelle le taux de croissance normatif est nul en raison de l'atteinte dans le plan d'affaires des capacités de production maximales des usines

extériorisant une marge d'EBIT normative égale à la moyenne 2019b - 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 587,0 M€, soit une valeur des capitaux propres de 381,7 M€, ou 75,4 € par action. Compte tenu de l'horizon des plans d'affaires, la valeur terminale ne représente que 6,2% de la valeur d'entreprises de la Société.

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

Total valeur d'entreprise	587.0
Emprunts long-terme	28.7
Emprunts courts-terme	83.5
Trésorerie & équivalents	(23.9)
Dette nette	88.2
Titres de participations non consolidés	(0.1)
Engagements de retraites	4.8
Autres passifs financiers courants	0.1
Provisions pour autres passifs	0.5
Dettes d'impôt sur le résultat	0.1
Intérêts minoritaires cumulés	111.7
Valeur des capitaux propres de SIPH	381.7
Nombre d'actions ('000)	5,060.8
Valeur par action (€)	75.4

Source : ODDO BHF

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%)	74.3	79.6	83.8	89.8	95.6
	(2.5%)	69.0	74.8	80.0	84.1	90.0
	-	63.8	69.7	75.4	80.5	84.4
	2.5%	59.5	64.6	70.4	76.0	80.9
	5.0%	54.8	60.4	65.4	71.0	76.5

Source : ODDO BHF

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 de CMPC	(1.0%)	72.6	78.9	85.0	90.4	94.5
	(0.5%)	68.0	74.1	80.0	85.2	89.2
	-	63.8	69.7	75.4	80.5	84.4
	0.5%	60.0	65.7	71.2	76.1	80.0
	1.0%	56.4	62.0	67.3	72.1	75.9

Source : ODDO BHF

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 de CMPC	(1.0%)	94.0	90.0	85.0	79.6	74.3
	(0.5%)	88.7	84.8	80.0	74.8	69.7
	-	83.8	80.0	75.4	70.4	65.4
	0.5%	79.4	75.7	71.2	66.3	61.5
	1.0%	75.3	71.7	67.3	62.6	58.0

Source : ODDO BHF

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 69,7 € (soit une prime induite par le Prix de l'Offre de 21,9%) à 80,5 € (soit une prime induite par le Prix de l'Offre de 5,6%).

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 14 octobre 2019, la capitalisation boursière de SAPH s'élevait à 25,6 Mds XOF, soit 39,0 M€²³ (cours de bourse au 14 octobre 2019 de 1 000 XOF).

Toutefois, la liquidité des actions SAPH est limitée. Il s'est échangé 288 699 actions au cours des 12 derniers mois, soit une rotation du flottant de 7,7%. Pour cette raison, la valeur de marché de SAPH ne peut être utilisée qu'à titre indicatif.

Ainsi, compte tenu de la dette nette ajustée de SAPH (+65,3 M€), la valeur d'entreprise telle que déterminée sur la base de la capitalisation boursière de SAPH ressort à 104,3 M€.

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 371,3 M€, soit une valeur des capitaux propres d'environ 234,8 M€, ou 46,4 € par action (soit une prime induite par le Prix de l'Offre de 83,2%).

Par ailleurs, SAPH est également suivie par un analyste de recherche de la société BMCE Capital Bourse. Cet analyste a publié une unique note de recherche le 27 novembre 2018 avec une recommandation « vendre » et un objectif de cours s'établissant à 2 020 XOF par action SAPH (vs. un cours spot de 2 650 XOF au 27 novembre 2018). Cet objectif de cours représente une prime de 102,0% par rapport au cours de la Société au 14 octobre 2019 de 1 000 XOF.

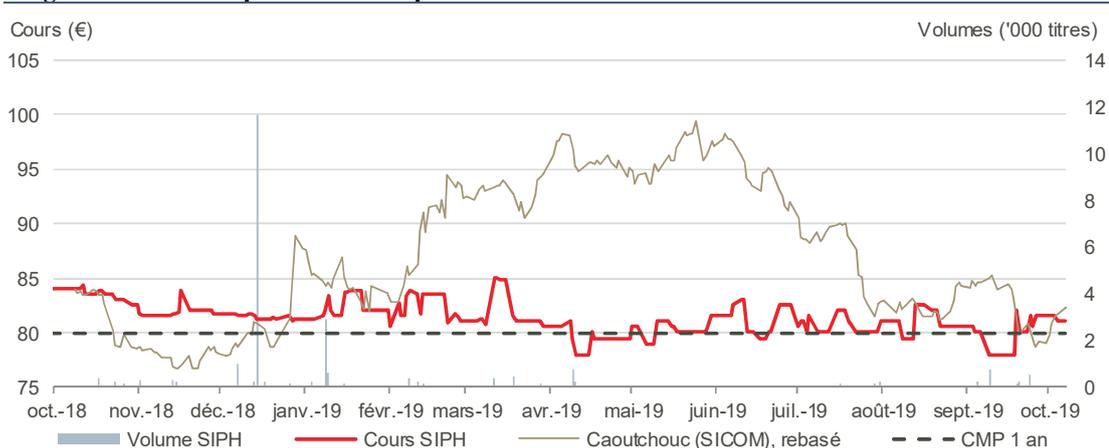
En considérant la valeur d'entreprise de SAPH induite par l'objectif de cours de l'analyste BMCE Capital Bourse, il ressortirait une valeur d'entreprise de SIPH d'environ 411,0 M€, soit une valeur des capitaux propres d'environ 261,8 M€ ou 51,7 € par action (soit une prime induite par le Prix de l'Offre de 64,3%).

4.3.4 Analyse du cours de bourse (à titre indicatif)

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 14 octobre 2019, dernier jour de négociation précédant le dépôt de projet de l'Offre.

²³ Sur la base du taux de change XOF/EUR de 655,957

Figure 29 – Historique de cours depuis 1 an



Source : Bloomberg

Figure 30 – Historique de cours depuis 2 ans



Source : Bloomberg

Figure 31 – Historique de cours depuis 5 ans



Source : Bloomberg

Figure 32 – Cours et volumes de l'action SIPH au 14 octobre 2019

Au 14/10/2019	Spot	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Cours moyen pondéré	81.00	80.71	80.11	80.22	81.44
Performance sur la période (%)		+3.8%	+1.3%	+3.8%	(3.6%)
Prime induite par le Prix de l'Offre (%)	+4.9%	+5.3%	+6.1%	+6.0%	+4.4%
Cours le plus haut		82.0	82.5	83.0	85.0
Prime induite par le Prix de l'Offre (%)		+3.7%	+3.0%	+2.4%	-
Cours le plus bas		76.0	76.0	76.0	76.0
Prime induite par le Prix de l'Offre (%)		+11.8%	+11.8%	+11.8%	+11.8%
Volumes moyens quotidiens (titres)		52	52	34	109
Volumes cumulés sur la période (titres)		1,039	3,105	4,029	27,190
Rotation du capital (%)		0.0%	0.1%	0.1%	0.5%
Rotation du flottant (%)		0.2%	0.7%	0.9%	6.4%

Sources : Bloomberg

Les résultats de la Société sont fortement impactés par le cours du caoutchouc qui détermine notamment le prix de vente. Historiquement, le cours de bourse de SIPH était fortement corrélé au cours du caoutchouc. Ce n'est plus le cas depuis la précédente offre publique de 2017, le cours étant resté proche du prix de cette offre publique de 85,00 € par action.

Au cours des 250 jours de bourse²⁴ précédant le 14 octobre 2019, les volumes moyens quotidiens d'actions échangées sur le marché se sont élevés à 109 titres. Le nombre total cumulé de titres échangés sur la période est de 27 190 titres, soit une rotation du flottant de SIPH de 6,6%. La liquidité du titre SIPH a fortement diminué depuis l'offre publique d'achat simplifiée de juin 2017. Le titre SIPH n'affiche plus une liquidité suffisante permettant de considérer la méthode de l'analyse du cours de bourse à titre principal, cette méthode est donc présentée uniquement à titre indicatif.

Au dernier jour de bourse précédant le dépôt du projet d'Offre, le cours de SIPH s'établissait à 81,00 € par action²⁵, soit une prime de 4,9% induite par le Prix de l'Offre.

4.3.5 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 »). Le rythme de publications s'est ralenti depuis l'OPAS de juin 2017. Alors que LCM avait publié 15 notes de recherche au cours des 12 derniers mois précédant l'OPAS de 2017, LCM en a publié seulement deux au cours des douze derniers mois : le 13 novembre 2018 et le 27 février 2019, toutes deux avec une recommandation à « neutre » avec un objectif de cours à 85,0 €.

4.3.6 Transactions sur le capital de SIPH (à titre indicatif)

4.3.6.1 Acquisitions de titres par CFM au cours des 24 derniers mois (à titre indicatif)

Au cours des 24 derniers mois précédant le dépôt du projet d'Offre, CFM a acquis un total de 93 647 actions SIPH, représentant 1,85% du capital, pour un prix moyen pondéré de 82,66 € (avec un prix minimum de 81,20 € et un prix maximum de 85,00 €). Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des acquisitions de titres SIPH réalisées par CFM au cours des 24 derniers mois :

²⁴ Nous entendons par jour de bourse un jour où le titre peut être négocié, qu'il le soit ou non

²⁵ Source : Bloomberg

Figure 33 – Acquisitions de titres par CFM au cours des 24 derniers mois

Date	Quantité	Prix
17-oct.-17	141	85.00
18-oct.-17	18	85.00
19-oct.-17	79	85.00
20-oct.-17	81	85.00
23-oct.-17	250	85.00
24-oct.-17	144	85.00
27-oct.-17	124	85.00
31-oct.-17	45	85.00
16-nov.-17	62	84.02
20-nov.-17	23	83.25
22-nov.-17	100	83.40
23-nov.-17	1,548	83.40
27-nov.-17	16	83.53
29-nov.-17	3,000	84.33
30-nov.-17	286	84.40
4-déc.-17	80	84.40
5-déc.-17	25	84.44
7-déc.-17	93	84.00
8-déc.-17	148	84.00
13-déc.-17	100	84.00
15-déc.-17	87	84.00
18-déc.-17	102	84.00
19-déc.-17	105	84.00
21-déc.-17	146	84.00
4-janv.-18	20	84.10
5-janv.-18	50	84.20
8-janv.-18	65	84.81
9-janv.-18	40	84.70
15-janv.-18	62	84.82
17-janv.-18	69	85.00
19-janv.-18	47	85.00
22-janv.-18	75	85.00
23-janv.-18	71	85.00
29-janv.-18	6	85.00
30-janv.-18	57	84.92
2-févr.-18	553	85.00
5-févr.-18	515	84.99
6-févr.-18	150	84.90
7-févr.-18	13	85.00
8-févr.-18	1	85.00
9-févr.-18	217	85.00
14-févr.-18	194	85.00
5-mars-18	8	85.00
6-mars-18	110	85.00
8-mars-18	5	85.00
9-mars-18	91	85.00
19-mars-18	40	85.00
20-mars-18	3	85.00
22-mars-18	153	85.00
23-mars-18	1,386	85.00
28-mars-18	250	85.00
3-avr.-18	170	85.00
4-avr.-18	4	85.00
5-avr.-18	60	85.00
9-avr.-18	200	85.00
11-avr.-18	5	85.00
13-avr.-18	320	85.00
16-avr.-18	3	85.00
17-avr.-18	5	85.00

Sources : CFM

Figure 33 – Acquisitions de titres par CFM au cours des 24 derniers mois (suite)

Date	Quantité	Prix
23-avr.-18	21	85.00
30-avr.-18	1	85.00
2-mai-18	2	85.00
3-mai-18	146	85.00
10-mai-18	453	85.00
11-mai-18	9	85.00
14-mai-18	32	85.00
17-mai-18	20	85.00
21-mai-18	2	85.00
28-mai-18	1	85.00
30-mai-18	28	85.00
5-juin-18	3,709	85.00
7-juin-18	322	85.00
8-juin-18	1,523	85.00
11-juin-18	597	85.00
12-juin-18	106	85.00
14-juin-18	952	85.00
29-juin-18	15	85.00
2-juil.-18	20	85.00
4-juil.-18	20	85.00
5-juil.-18	7	85.00
18-juil.-18	15	85.00
19-juil.-18	1	85.00
20-juil.-18	2,922	85.00
24-juil.-18	1,139	85.00
27-juil.-18	125	85.00
30-juil.-18	5	85.00
20-août-18	1,005	83.93
30-août-18	100	84.00
4-sept.-18	100	82.90
5-sept.-18	220	82.81
11-sept.-18	77	82.00
12-sept.-18	6	82.00
1-oct.-18	59	82.00
8-oct.-18	55,000	82.00
8-oct.-18	1	81.80
10-oct.-18	340	81.80
14-déc.-18	860	81.50
20-déc.-18	88	81.50
21-déc.-18	11,527	81.50
24-déc.-18	250	81.20
Total	93,647	
Prix moyen pondéré	82.66	
Prix minimum	81.20	
Prix maximum	85.00	

Sources : CFM

4.3.6.2 Offre publique d'achat simplifiée de 2017 (à titre indicatif)

Par suite de sa mise en concert avec SIFCA, CFM a acquis 286 131 actions SIPH, représentant 5,7% du capital, via une offre publique d'achat simplifiée au prix de 85 € par action qui s'est déroulée du 22 juin 2017 au 12 juillet 2017.

Cette offre publique obligatoire visait notamment à permettre à SIPH de ne plus être cotée sur le marché Euronext Paris. L'expert indépendant, le cabinet Associés en Finance, avait notamment jugé le prix de 85,00 € comme équitable dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et de retrait obligatoire visé.

4.4 Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'offre

Figure 34 – 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
<u>A titre principal</u>		
<i>Somme des parties</i>		
<u>A titre principal - Actualisation des flux de trésorerie</u>		
Borne haute	80.47	+5.6%
Valeur centrale	75.42	+12.7%
Borne basse	69.71	+21.9%
<u>A titre indicatif</u>		
Valeur induite par la valeur de marché de SAPH	47.26	+79.9%
Valeur induite par l'objectif de cours de l'analyste Hudson & Cie sur SAPH	52.61	+61.6%
<u>A titre indicatif</u>		
<i>Analyse du cours de bourse</i>		
Cours de clôture au 14 octobre 2019	81.00	+4.9%
CMP 20 jours	80.71	+5.3%
CMP 60 jours	80.11	+6.1%
CMP 120 jours	80.22	+6.0%
CMP 250 jours	81.44	+4.4%
Cours le plus haut au cours des 250 derniers jours	85.00	-
Cours le plus bas au cours des 250 derniers jours	76.00	+11.8%
<i>Objectif de cours des analystes de recherche</i>		
Objectif de cours au 27 février 2019	85.00	-
<i>Transactions récentes sur le capital</i>		
<i>Acquisitions de titres par CFM au cours des 24 derniers mois</i>		
Prix moyen pondéré	82.66	+2.8%
Prix maximum	85.00	-
Prix minimum	81.20	+4.7%
OPAS de juin 2017	85.00	-

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le rapport de l'expert indépendant, désigné par le Conseil d'administration de la Société en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, est intégralement reproduit ci-après.



ATTESTATION D'EQUITE
CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE DE
RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT
OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE
LA SOCIETE SIPH

Paris, le 14 octobre 2019

*Consultation réalisée à la demande
du Conseil d'Administration de SIPH*

Sommaire

LIMINAIRE	5
I. PRESENTATION DE L'OFFRE	7
1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre	7
2. Présentation de la Société cible de l'Offre	7
3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'OPR-RO	8
3.1 L'offre publique d'achat simplifiée de juin et juillet 2017 (avec intention de retrait obligatoire)	8
3.2 L'acquisition de titres SIPH depuis la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée de juin et juillet 2017 (avec intention de retrait obligatoire)	9
3.3 Modalités de l'Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	9
3.4 Motifs de l'Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	10
4. Définition du caractère équitable de l'Offre	10
II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION	12
1. Présentation de Sorgem Evaluation	12
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission	13
3. Déclaration d'indépendance	13
4. Réserves	14
III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE	15
1. Historique	15
2. Actionnariat et organigramme	16
2.1 Actionnariat	16
2.2 Organigramme	16
3. Marché du caoutchouc naturel	17
3.1 Caoutchouc naturel et caoutchouc synthétique	17
3.2 Spécificités des cultures hévéicoles et implications sur le modèle d'affaires	17
3.3 Offre de caoutchouc naturel	17
3.4 Demande de caoutchouc naturel	19
3.5 Evolution du cours du caoutchouc	21
4. Activités	22
4.1 Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH) - Côte d'Ivoire	24
4.2 Ghana Rubber Estates Ltd (GREL) – Ghana	25
4.3 RENL – Nigéria	26
4.4 Cavalla Rubber Corporation (CRC) – Libéria	27
4.5 SIPH – France	28
5. Principales caractéristiques financières de la Société	28
5.1 Le chiffre d'affaires est impacté depuis 2012 par la baisse du cours du caoutchouc naturel, en dépit d'une forte progression des volumes vendus	28
5.1.1. Analyse de la production et des ventes en volumes	28
5.1.2. Analyse du chiffre d'affaires	29
5.2 Les marges ont suivi la trajectoire du chiffre d'affaires	30
5.3 Analyse du bilan économique	33
6. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces	36

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE	37
1. Méthodes et références écartées	37
1.1 Méthode des multiples de comparables boursiers.....	37
1.2 Méthode des multiples de transactions comparables	39
1.3 Méthode de l'actualisation des dividendes	41
1.4 Méthode de l'actif net réévalué	41
1.5 Référence à l'actif net comptable.....	41
2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) par somme des parties.....	42
2.1 Principe.....	42
2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action	43
2.2.1. Nombre d'actions pris en compte	43
2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres	43
2.3 Présentation des prévisions retenues.....	44
2.3.1. Sources d'informations utilisées	44
2.3.2. Synthèse des hypothèses structurantes	44
2.3.3. Hypothèses normatives et taux de croissance à long terme.....	46
2.3.4. Prise en compte d'une décote sur les flux.....	47
2.4 Détermination du taux d'actualisation	47
2.4.1. Principe de détermination du taux.....	47
2.4.2. Taux sans risque	48
2.4.3. Bêta.....	48
2.4.4. Prime de risque marché.....	49
2.4.5. Prime de taille.....	50
2.4.6. Prime pays	51
2.4.7. Taux d'actualisation retenus	51
2.5 Conclusion sur la valeur	52
2.6 A titre informatif, analyse de SAPH.....	53
2.6.1. Une liquidité limitée des actions SAPH	53
2.6.2. Analyse à titre informatif de la capitalisation boursière de SAPH	55
2.6.3. Analyse à titre informatif de l'objectif de cours des analystes de SAPH	55
3. Références de valeur	56
3.1 Référence aux conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée réalisée en juin/juillet 2017	56
3.2 Référence aux conditions d'acquisitions d'actions SIPH par CFM postérieurement à l'offre publique d'achat simplifiée de juin/juillet 2017	56
3.3 Référence au cours de bourse de SIPH	57
3.3.1. Analyse du cours de bourse de SIPH pendant la période antérieure à l'OPAS (3 janvier 2011-6 juin 2017).....	58
3.3.2. Analyse du cours de bourse de SIPH depuis la fin de l'OPAS	60
3.3.3. Analyse des primes extériorisées par le Prix de l'Offre	62
3.4 Référence aux objectifs de cours des analystes.....	62
V. ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE.....	64
1. Protocole d'Accord conclu le 14 octobre 2019 par CFM et SIFCA.....	64
2. Pacte d'actionnaires conclu le 14 octobre 2019 par CFM, SIFCA, Parme Investissement et Immoriv, en présence de SIPH.....	65
VI. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR	69
1. Méthodes et références écartées	69
2. Méthodes et références retenues	69

3.	A titre principal, méthode DCF par somme des parties	70
4.	Références présentées à titre indicatif	71
4.1	Référence aux conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée réalisée en juin/juillet 2017	71
4.2	Référence aux conditions d'acquisitions d'actions SIPH par CFM postérieurement à l'offre publique d'achat simplifiée de juin/juillet 2017	71
4.3	Référence au cours de bourse de SIPH	71
4.4	Référence aux objectifs de cours des analystes.....	72

VII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE..... 73

ANNEXES 76

1.	Programme de travail.....	76
2.	Liste des personnes rencontrées ou contactées	77
3.	Principaux documents et informations utilisés	78
4.	Calendrier de l'étude	78
5.	Rémunération.....	78

Liminaire

La Compagnie Financière Michelin (ci-après « CFM » ou l'« Initiateur »), agissant de concert avec SIFCA, s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à proposer aux actionnaires de la Société Internationale de Plantations d'Hévéas (ci-après « SIPH »), d'acheter, dans le cadre d'une offre publique de retrait (ci-après l'« Offre Publique de Retrait »), suivie d'une procédure de retrait obligatoire (ci-après le « Retrait Obligatoire » et avec l'Offre Publique de Retrait, l'« Offre »), la totalité de leurs actions SIPH au prix unitaire de 85 euros (ci-après le « Prix de l'Offre ») payable exclusivement en numéraire.

Un protocole d'accord conclu le 14 octobre 2019 entre CFM et SIFCA, prévoyant les modalités du lancement d'un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire 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, doit conduire au dépôt du projet d'Offre.

A la date du présent document :

- l'Initiateur détient directement 1 822 344 actions SIPH représentant 36,01% du capital¹ et 36,52% des droits de vote de la Société ;
- SIFCA détient 2 813 410 actions SIPH représentant 55,59% du capital et 58,31% des droits de vote de la Société ;
- le Concert détient ainsi 4 635 754 actions SIPH représentant 91,60% du capital et 94,83% des droits de vote de la Société².

Le projet d'Offre porte sur la totalité des actions SIPH existantes non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur et SIFCA (ci-après pris ensemble le « Concert ») à la date du présent rapport, soit un nombre maximum de 425 036 actions représentant 8,40% du capital et 5,17% des droits de vote de la Société.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions SIPH non détenues par le Concert seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit 85 euros par action.

¹ Sur la base d'un capital composé de 5 060 790 actions et 8.288.614 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.

² Source : projet de note d'information conjointe.

L'Offre est faite sous la forme d'une offre publique de retrait, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des articles 236-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Dans ce cadre, Sorgem Evaluation a été désignée en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société le 5 septembre 2019 en application de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF.

Il convient de rappeler que le 6 juin 2017, CFM avait déposé, de concert avec SIFCA, une offre publique d'achat simplifiée, aux termes de laquelle CFM proposait aux actionnaires de la Société d'acquiescer la totalité de leurs actions SIPH au prix de 85 euros par action. A la clôture de cette offre, le Concert détenait 4 511 918 actions SIPH représentant 8 386 759 droits de vote, soit 89,15% du capital et 93,74% des droits de vote de la Société, ne permettant pas la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sur la base des termes applicables à cette offre.

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre

La **Compagnie Financière Michelin** (ci-après « CFM » ou « l'Initiateur ») est une société en commandite par actions de droit suisse au capital de 2 502 355 300 francs suisses, dont le siège social est sis Route Louis-Braille 10, 1763 Granges-Paccot, Suisse. Elle est détenue à 100% par la Compagnie Générale des Etablissements Michelin, société en commandite par actions de droit français au capital de 359 770 848 €, dont le siège social est sis 23 place des Carmes-déchaux, Clermont-Ferrand (63), France, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris - Compartiment A sous le code ISIN FR 0000121261

CFM agit 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. SIFCA est contrôlée conjointement par les sociétés Parme Investissement (elle-même contrôlée par la famille Billon) et Immoriv (elle-même contrôlée par la famille Doumbia).

2. Présentation de la Société cible de l'Offre

SIPH (Société Internationale de Plantations d'Hévéas) est une société anonyme de droit français à Conseil d'administration au capital de 11 568 965,94 € dont le siège social est sis 53 rue du Capitaine Guynemer, 92400 Courbevoie, France.

Les actions de la Société sont cotées à Paris sur le marché d'Euronext, compartiment B.

SIPH est un groupe spécialisé dans la production, l'usinage et la commercialisation de caoutchouc naturel à usage industriel. Ledit caoutchouc est obtenu dans les usines du Groupe situées en Côte d'Ivoire, au Ghana, au Nigéria et au Libéria à partir de latex issu (i) soit de l'exploitation de plantations d'hévéas du Groupe, (ii) soit d'exploitations villageoises et de planteurs indépendants.

Accessoirement³, le Groupe réalise des opérations commerciales sur d'autres types de produits avec les entités rachetées à son actionnaire principal. En outre, le Groupe a

³ Les activités de SIPH non liées au caoutchouc représentent 6% de son chiffre d'affaires consolidé en 2018 (source : Rapport annuel SIPH 2018, page 155).

démarré la création de plantations de palmiers à huile en Côte d'Ivoire, au Ghana et au Libéria.

SIPH a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires consolidé de 297,0 M€, en baisse de 16% par rapport à 2017, pour un résultat opérationnel de 9,1 M€ (soit un taux de marge de 3,1%) et un résultat net de 2,3 M€ (soit un taux de marge de 0,8%)⁴.

Implantée en Côte d'Ivoire, au Ghana, au Nigéria, au Libéria et en France, son effectif moyen sur l'exercice 2018 ressortait à 12 656 personnes.

3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'OPR-RO

3.1 L'offre publique d'achat simplifiée de juin et juillet 2017 (avec intention de retrait obligatoire)

L'Offre s'inscrit dans le prolongement d'une offre publique d'achat simplifiée ouverte du 22 juin au 12 juillet 2017 inclus, au prix de 85 € par action.

Cette offre avait été initiée le 6 juin 2017 par CFM, agissant de concert avec SIFCA⁵, sur la totalité des actions existantes non détenues directement ou indirectement par ces dernières, soit un nombre maximum de 1 042 324 actions représentant 20,60% du capital et 11,78% des droits de vote de la Société.

A l'issue de cette offre :

- la participation de CFM dans SIPH est passée à 1 698 508⁶ actions représentant 2 759 939 droits de vote, soit 33,56% du capital et 30,85% des droits de vote de la Société ;
- SIFCA détenait 2 813 410 actions SIPH représentant 5 626 820 droits de vote, soit 55,59% du capital et 62,89% des droits de vote de la Société ;
- le Concert détenait ainsi 4 511 918 actions SIPH représentant 8 386 759 droits de vote, soit 89,15% du capital et 93,74% des droits de vote de la Société, ne permettant pas la mise en œuvre du retrait obligatoire envisagé.

⁴ Rapport financier annuel SIPH 2018, page 19.

⁵ La société Compagnie Financière Michelin et la société SIFCA, qui étaient alors liées par un pacte d'actionnaires non concertant, avaient conclu le 6 juin 2017 un protocole d'accord constitutif d'une action de concert entre elles vis-à-vis de la société SIPH.

⁶ Dont 207 321 actions SIPH acquises sur le marché entre le 7 juin et le 21 juin 2017 inclus, conformément à l'article 231-38 IV du Règlement général de l'AMF.

3.2 L'acquisition de titres SIPH depuis la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée de juin et juillet 2017 (avec intention de retrait obligatoire)

A la date du présent rapport, le Concert détient 4 635 754 actions SIPH représentant 91,60% du capital et 94,83% des droits de vote de la Société, comme détaillé dans le tableau ci-après :

Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du présent rapport

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
SIFCA	2 813 410	55,6%	4 832 702	58,3%
Compagnie Financière Michelin	1 822 344	36,0%	3 027 400	36,5%
Total Concert	4 635 754	91,6%	7 860 102	94,8%
Public	425 036	8,4%	428 512	5,2%
Total	5 060 790	100,0%	8 288 614	100,0%

Source : *Projet de note d'information conjointe.*

3.3 Modalités de l'Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire

Un protocole d'accord conclu le 14 octobre 2019 entre CFM et SIFCA, prévoyant les modalités du lancement d'un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire 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.

Le projet d'Offre Publique de Retrait porte sur la totalité des actions SIPH existantes non détenues, directement ou indirectement, par le Concert à la date du dépôt du projet d'Offre, soit un nombre maximum de 425 036 actions représentant 8,40% du capital et 5,17% des droits de vote de la Société.

Le Concert propose un prix unitaire de 85 euros, payable exclusivement en numéraire.

A l'issue de l'Offre Publique de Retrait, et dans la mesure où le nombre d'actions visées non présentées à l'Offre Publique de Retrait par les actionnaires minoritaires de SIPH ne représentera pas, à l'issue de l'Offre Publique, plus de 10% du capital et des droits de vote de SIPH, CFM, agissant de concert avec SIFCA, sollicitera auprès de l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre Publique de Retrait, conformément aux articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 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 visées non apportées à l'Offre Publique de Retrait, moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre publique de Retrait, soit 85 euros par action.

3.4 Motifs de l'Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire

Dans le projet de note d'information conjointe, les motifs de l'Offre sont détaillés comme suit :

« 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, à l'occasion de l'Offre Initiale et dans la perspective de la présente Offre, 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 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.

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, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, l'Initiateur sollicitera dans les meilleurs délais la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier 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 ».

4. Définition du caractère équitable de l'Offre

Du point de vue de l'Initiateur, agissant de concert avec SIFCA, l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est une offre facultative déposée conformément aux articles 236-3 (détention de concert par le ou les actionnaires majoritaires d'au moins 90% du capital ou des droits de vote) et 237-1 (mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue d'une offre publique) du Règlement général de l'AMF.

L'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'OPR. Ses actions non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur si le retrait obligatoire (RO) est mis en œuvre, ce qui sera le cas en l'espèce : le Concert détenant, avant l'Offre, plus de 90% du capital et plus de 90% des droits de vote, il pourra procéder au retrait de cote quels que soient les résultats de l'Offre.

Du fait de l'existence de différents accords connexes qui sont analysés en détail ci-après (voir partie V.), l'équité repose également sur le fait que ces accords ne soient pas de nature à remettre en question l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre.

Ainsi, la présente attestation a pour objet d'indiquer comment se situe le Prix d'Offre par rapport à la valeur intrinsèque de la Société, de manière à déterminer son caractère équitable dans un contexte de retrait obligatoire pour l'actionnaire minoritaire.

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION

1. Présentation de Sorgem Evaluation

Sorgem Evaluation est une société de conseil en finance, filiale du groupe Sorgem, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages) et conseil en ingénierie financière.

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe d'une vingtaine de consultants et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (transactionnel, fiscal, comptable, boursier, contentieux).

Au cours des dernières années, Sorgem Evaluation a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Etablissement présentateur
Juil-16	OPAS	Futuren	Concert mené par Boussard et Gavaudan	ODDO BHF
Jan-17	OPAS	Tessi	Pixel Holding	CM CIC, Kepler Cheuvreux
Avr-17	OPRA	Gaumont	Gaumont	BNP Paribas
Jan-18	OPAS	SES-Imagotag	BOE Smart Retail	Société Générale
Juil-18	OPR-RO	Heurtey-Petrochem	Axens	Invest Securities

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et 2 de son Règlement général. Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation, est également Président de l'APEI.

Les associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans les domaines de l'expertise indépendante (APEI), de l'évaluation (SFEV) et de l'expertise judiciaire (CNEJFD). A ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé d'HEC, Agrégé des Facultés de Droit et de Sciences économiques, Professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert près les Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles, expert financier près la Cour d'appel de Paris, agrégé par la Cour de Cassation (h) et ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agréés par la Cour de Cassation, et président de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) ;
- Florent Myara, Directeur de mission, diplômé d'HEC, disposant d'une expérience professionnelle de plus de dix ans dans le domaine de l'évaluation financière, après un début de carrière en audit et en transaction services ;
- Alizée Rocher, Manager, diplômée de l'Université Paris Dauphine, disposant d'une expérience professionnelle de plus de six ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;
- Simon Aglaghanian, Consultant senior, diplômé de l'Université Paris Dauphine, disposant d'une expérience professionnelle de plus de quatre ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;
- Arthur Berthollet, Consultant, diplômé de l'EM Lyon.

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante réalisé par Thomas Hachette, Associé de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de l'EDHEC et enseigne au sein du MSc Financial Management de l'EDHEC. Il est expert de justice en économie et finance près la Cour d'appel de Paris et membre de la SFEV et de l'APEI.

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II du Règlement général de l'AMF, Sorgem Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Nous n'avons pas réalisé de missions pour le compte de la Société dans les dix-huit derniers mois.

4. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société, l'Initiateur, SIFCA et leurs conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard des performances historiques, des explications orales et écrites obtenues auprès du Management de la Société, et des performances historiques et prévisionnelles observées sur les sociétés comparables.

En outre, nous précisons que nos travaux d'évaluation s'inscrivent dans l'optique d'apporter un avis sur la valeur de marché de la Société à la Date d'Evaluation. Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

A cet égard, nous soulignons que l'AMF, dans sa cartographie des risques publiée en juillet 2017, indique notamment considérer : (i) un risque de correction brutale des prix sur les marchés du fait de niveaux de valorisation élevés qui ne reflèteraient pas, selon l'AMF, les données fondamentales et (ii) un risque de hausse brutale des taux d'intérêt.

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE

1. Historique

Les principaux faits marquants depuis la création de la Société sont résumés ci-après :

- 1905 : création de SIPH en Indochine sous le nom de Société Indochinoise de Plantations d'Hévéas ;
- 1936 : introduction de SIPH à la bourse de Paris ;
- 1956 : SIPH quitte l'Asie s'implante 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 ;
- 1996 : introduction de SAPH à la bourse d'Abidjan à hauteur de 20% de son capital ;
- 1997 : acquisition par SIPH de 60% de Ghana Rubber Estates Ltd (GREL) au Ghana
- 1999 : SIFCA, groupe ivoirien spécialisé dans l'huile de palme, le sucre de canne et le caoutchouc naturel, devient actionnaire majoritaire de SIPH ;
- 2002 : entrée de Michelin au capital de SAPH à hauteur de 9,9%, suite à une augmentation de capital ;
- 2005 : ouverture du capital de SIPH et réactivation de sa vie boursière ;
- 2006 : entrée du groupe Michelin au capital de SIPH, à hauteur de 20% suite à l'apport de plantations REN au Nigéria ;
- 2007 : acquisition d'une nouvelle plantation de 2 800 hectares par SAPH en Côte d'Ivoire ;
- 2008 : acquisition de 60% de la société Cavalla Rubber Corporation (CRC) au Libéria, avec 4 800 hectares d'hévéas à réhabiliter sur une superficie de 8 000 hectares ;
- 2012 : achat par SIPH des 40% restant de CRC au Libéria, portant ainsi la participation de SIPH à 100% ;
- 2016 : Michelin annonce avoir franchi le seuil des 25% de droits de vote de SIPH après l'acquisition d'actions sur le marché et détient 23,6% ou 23,8% du capital ;
- 2017 : OPAS initiée par CFM, agissant de concert avec SIFCA, sur les actions de SIPH ;
- 2018 : le concert composé de CFM et SIFCA déclare à l'AMF avoir franchi en hausse le 8 octobre le seuil des 95% de droits de vote de SIPH.

2. Actionnariat et organigramme

2.1 Actionnariat

Le tableau ci-après présente le détail de la répartition du capital et des droits de vote de SIPH à la date du présent rapport.

Répartition du capital et des droits de vote de SIPH à la date du présent rapport

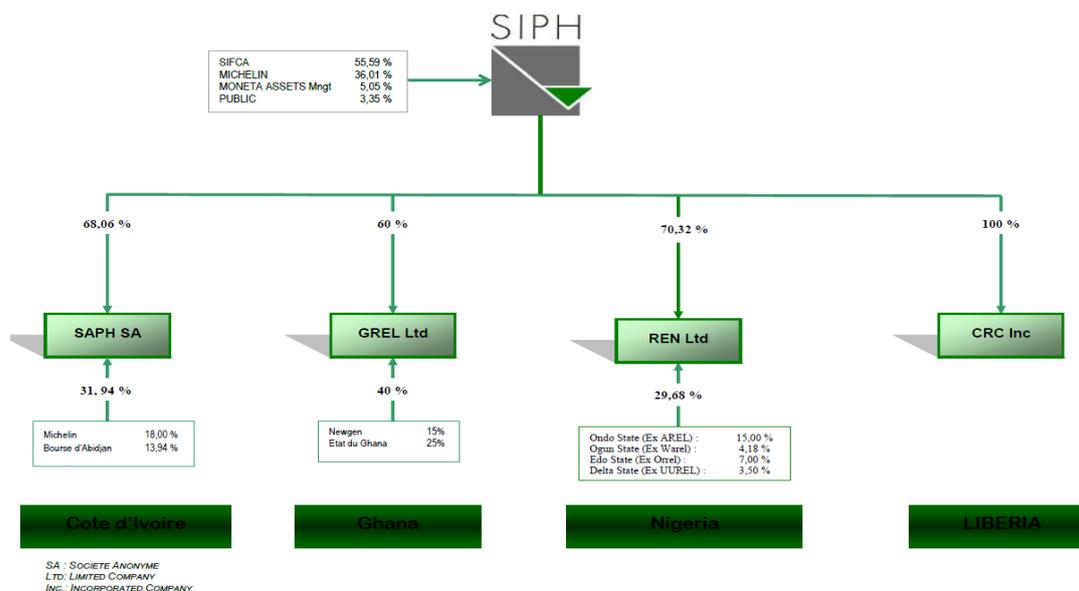
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
SIFCA	2 813 410	55,6%	4 832 702	58,3%
Compagnie Financière Michelin	1 822 344	36,0%	3 027 400	36,5%
Total Concert	4 635 754	91,6%	7 860 102	94,8%
Public	425 036	8,4%	428 512	5,2%
Total	5 060 790	100,0%	8 288 614	100,0%

Source : Projet de note d'information conjointe.

2.2 Organigramme

L'organigramme du Groupe SIPH au 30 juin 2019 est reproduit ci-après :

Organigramme du Groupe SIPH au 30 juin 2019



Source : Société.

3. Marché du caoutchouc naturel

3.1 Caoutchouc naturel et caoutchouc synthétique

Le caoutchouc naturel est obtenu par transformation du latex issu de la saignée de l'hévéa, tandis que le caoutchouc synthétique provient de monomères issus d'hydrocarbures fossiles.

Le caoutchouc naturel possède des propriétés physiques qui le distinguent du caoutchouc synthétique, à savoir notamment un faible échauffement et une capacité à reprendre sa forme initiale. Ces caractéristiques sont indispensables pour les usages liés à des pneumatiques complexes (poids-lourds, avions, génie civil, agricole, etc.) et rendent la substitution entre les deux types de caoutchouc assez limitée.

La répartition entre les ventes de caoutchouc naturel et synthétique est restée relativement stable dans le temps ; la part du premier a même progressé, passant de moins de 40% dans les années 2000 à plus de 47% actuellement.

3.2 Spécificités des cultures hévéicoles et implications sur le modèle d'affaires

Après une période de développement en pépinière, l'hévéa est planté, puis commence à produire du latex, suite à une phase d'immaturité comprise entre cinq et sept ans. Cet arbre a une durée de vie moyenne de quarante ans, avec un rendement maximum atteint entre ses dix et trente ans.

Le latex se récolte par saignée de l'hévéa, opération qui nécessite un certain savoir-faire et s'effectue tout au long de l'année. Du fait d'une période d'hivernage, la production se répartit entre 40% au premier semestre et 60% au second.

Une fois la période d'exploitation terminée, l'hévéa est abattu pour être remplacé.

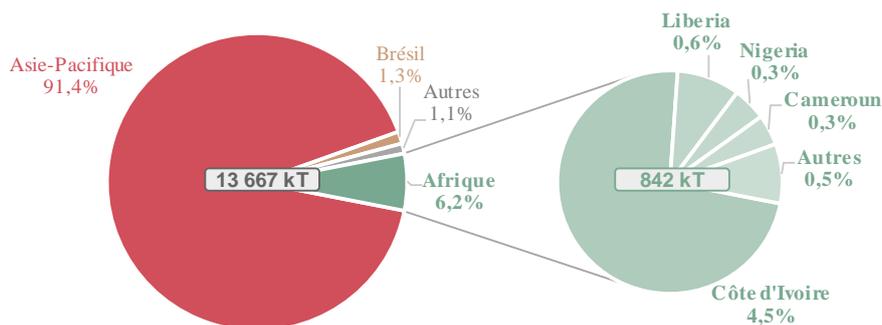
Ce cycle de vie de l'hévéa impacte la production et ralentit les possibles gains de rendement permis par les progrès de la recherche (améliorations génétiques des plants notamment).

3.3 Offre de caoutchouc naturel

Le développement de l'hévéa requiert des conditions climatiques particulières qui se retrouvent principalement dans les zones équatoriales.

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 qui concentre 91,4% de la production en 2018 et l'Afrique équatoriale, avec 6,2% de la production en 2018 dont 4,5% en Côte d'Ivoire (cf. graphique ci-après)⁷.

Répartition de la production de caoutchouc naturel par région en 2018



Source : LMC International, Outlook for Natural Rubber & Synthetic Rubber (Août 2019).

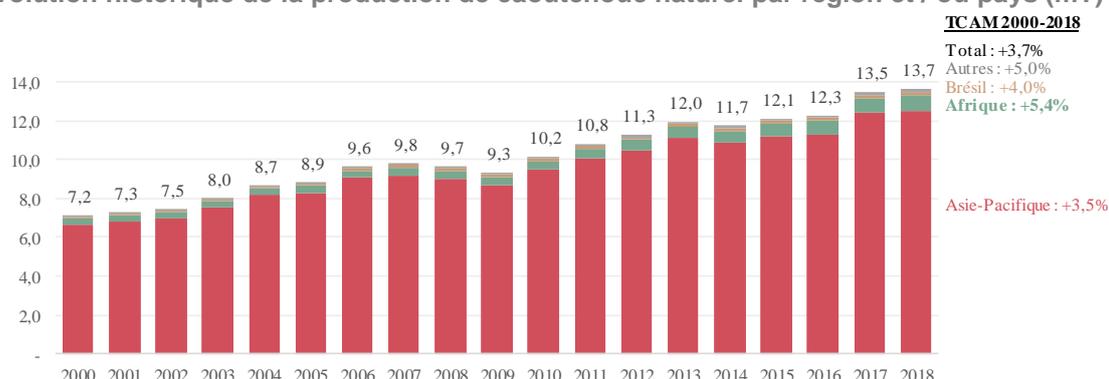
De 2000 à 2014, l'augmentation de la production mondiale de caoutchouc naturel a connu une forte croissance, passant de 7,0 mT à 11,7mT. De 2005 à 2010, le marché a enregistré des cours de caoutchouc élevés, incitant les producteurs asiatiques à planter.

Ainsi, la production de caoutchouc est en croissance régulière depuis près de 20 ans, avec un taux de croissance annuel moyen d'environ +3,7% sur la période 2000-2018, marqué par des replis (i) en 2009, en lien avec la crise financière (ii) et en 2014 en raison de la baisse des cours du caoutchouc entre 2011 et 2013.

L'Afrique connaît une croissance élevée en raison de son potentiel de développement pour l'hévéaculture avec des conditions climatiques favorables, de grands espaces et la main d'œuvre agricole disponible.

⁷ Le développement de l'hévéa à un niveau industriel en Amérique du Sud est freiné par un champignon.

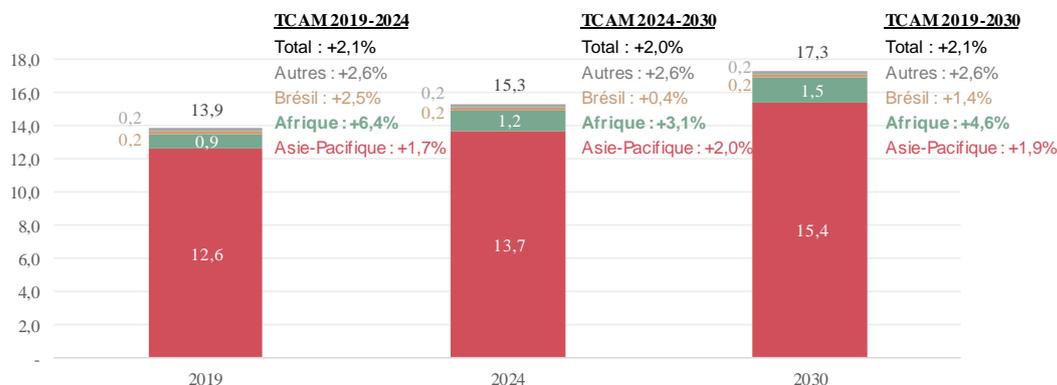
Evolution historique de la production de caoutchouc naturel par région et / ou pays (mT)



Source : LMC International, Outlook for Natural Rubber & Synthetic Rubber (Août 2019).

L'Afrique dispose du potentiel de croissance le plus important, avec un TCAM prévisionnel plus de deux fois supérieur à celui de la région Asie-Pacifique sur la période 2019-2030 (+4,6% vs. +1,9%). En effet, la croissance anticipée pour la Thaïlande, l'Indonésie et la Malaisie, aujourd'hui premiers producteurs en Asie du Sud-Est, est limitée en raison (i) d'une saturation des espaces cultivables, (ii) de problématiques liées à la main d'œuvre disponible et (iii) de la concurrence de l'huile de palme.

Evolution attendue de la production de caoutchouc naturel par géographie (mT)

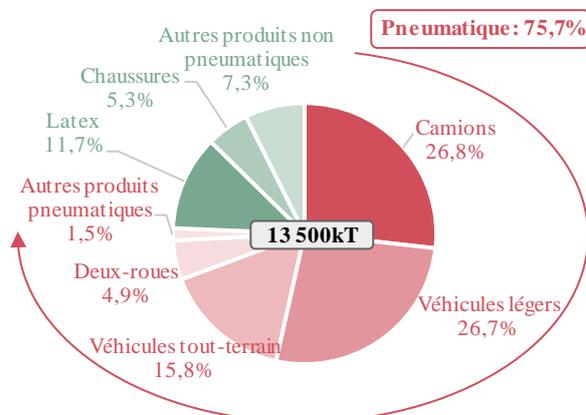


Source : LMC International, Outlook for Natural Rubber & Synthetic Rubber (Août 2019).

3.4 Demande de caoutchouc naturel

L'industrie pneumatique apparaît comme le principal acteur de la demande mondiale de caoutchouc naturel, avec près de 10 millions de tonnes consommées en 2018, i.e. 76% de la production mondiale. Les 24% restant de la demande sont liés aux chaussures, tuyaux, gants, courroies, etc.

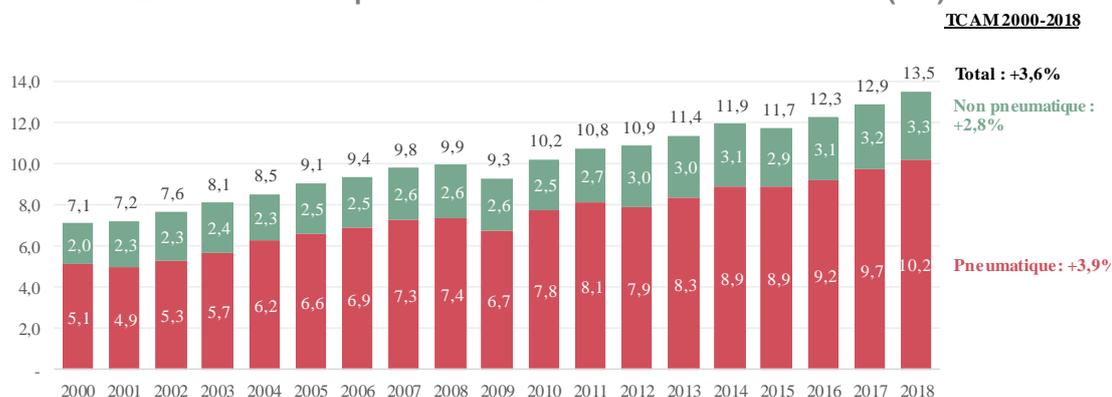
Répartition de la demande de caoutchouc naturel par industrie en 2018



Source : LMC International, Outlook for Natural Rubber & Synthetic Rubber (Août 2019).

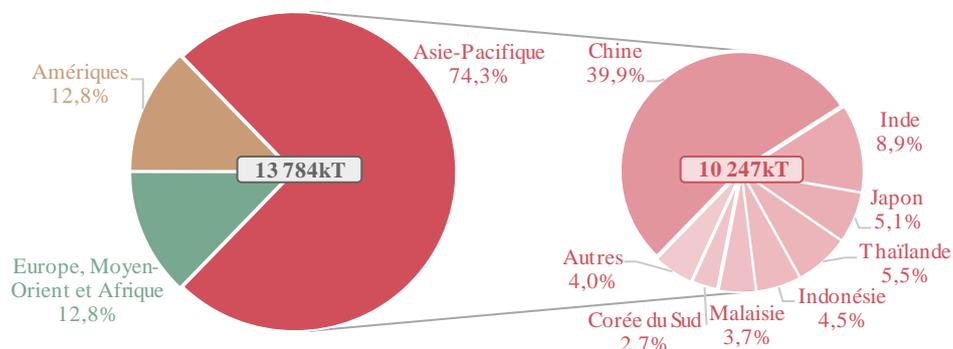
Avec un TCAM de +3,6% par an entre 2000 à 2018, la consommation mondiale de caoutchouc naturel a augmenté de façon régulière et constante, pâtissant néanmoins de la crise financière de 2008 et du ralentissement de l'économie chinoise en 2015. En effet, la demande de caoutchouc naturel est principalement tirée par le développement de l'industrie automobile en Chine, premier acteur de la demande mondiale de caoutchouc avec 40% de la consommation mondiale en 2018, mais également en Asie du Sud-Est et en Amérique Latine.

Evolution historique de la demande de caoutchouc naturel (mT)



Source : LMC International, Outlook for Natural Rubber & Synthetic Rubber (Août 2019).

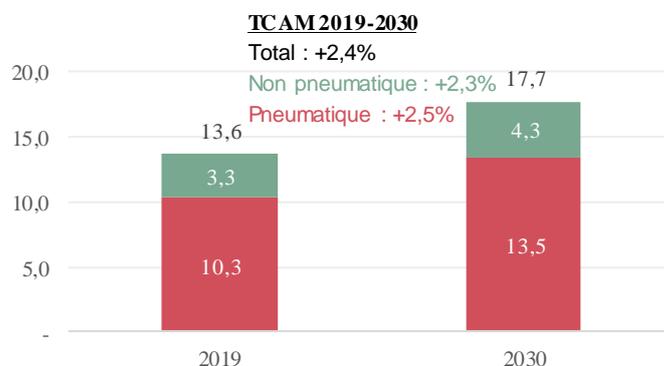
Répartition de la demande de caoutchouc naturel par géographie en 2018 (kT)



Source : International Rubber Study Group, The World Rubber Industry Outlook - Review and Prospects to 2028 (Juillet 2019).

La croissance de la demande devrait ralentir sur la période 2019-2030 (TCAM estimé de +2,4% contre +3,6% pour les années 2000-2018, marquées par des ventes importantes de poids-lourds en Chine en 2016 et 2017), notamment du fait des nouvelles réglementations en matière de chargement et l'évolution de la législation sur les émissions de gaz polluant⁸.

Evolution attendue de la demande de caoutchouc naturel (kT)



Source : LMC International, Outlook for Natural Rubber & Synthetic Rubber (Août 2019).

3.5 Evolution du cours du caoutchouc

Le caoutchouc naturel peut être commercialisé sous deux formes de conditionnement - roulé en feuilles (*Ribbed Smoked Sheet* ou RSS) ou en bloc (*Technically Specified Rubber* ou TSR) – qui présentent chacune des qualités différentes.

⁸ Source : International Rubber Study Group, The World Rubber Industry Outlook - Review and Prospects to 2028 (Juillet 2019).

Le caoutchouc fait partie des matières premières cotées sur les marchés à terme. La qualité TSR 20 cotée à Singapour en centimes de dollars (Singapore Commodity Exchange – SICOM 20) est représentative de la majeure partie de la production de SIPH.

Evolution historique du cours du TSR 20 (dollar américain / kg)



Source : Bloomberg au 4 octobre 2019.

Après des niveaux historiquement hauts en 2011, les cours du caoutchouc ont chuté de façon continue jusqu'au mois de septembre 2016, ce qui peut notamment être expliqué par :

- une diminution, notamment de l'industrie automobile chinoise, de la demande de caoutchouc ;
- une baisse des cours du pétrole qui a permis une meilleure compétitivité du caoutchouc synthétique ;
- des stocks de caoutchouc naturels excédentaires dus à la production importante des exercices antérieurs, favorisés par des niveaux élevés de cours. Ainsi, la surproduction est peu significative en 2018 (2%) mais cette situation légèrement excédentaire est récurrente depuis 2012.

4. Activités

SIPH est spécialisé dans la production, l'usinage et la commercialisation de caoutchouc naturel à usage industriel.

Ledit caoutchouc est obtenu dans les usines du Groupe situées en Afrique de l'Ouest (Côte d'Ivoire, Ghana, Nigéria et Libéria) à partir de latex issu :

- soit de l'exploitation des plantations d'hévéas du Groupe (28% de la production⁹ du Groupe en 2018¹⁰). Ses rendements sont parmi les plus élevés au monde, grâce à des variétés performantes, à la qualité des *plantings* et aux méthodes d'exploitation mises en œuvre ;
- soit de l'achat auprès d'exploitations villageoises et de planteurs indépendants (72% de la production du Groupe en 2018).

En 2018, le Groupe dispose de 60 402 hectares de plantations en propre d'hévéas et a produit 247 000 tonnes de caoutchouc, ce qui représente près de 30% de la production africaine – et en fait le leader – et 1,8% au niveau mondial.

L'activité du Groupe est organisée autour :

- de quatre sociétés de production : SAPH en Côte d'Ivoire, GREL au Ghana, RENL au Nigéria et CRC au Libéria. Elles sont chargées (i) de récolter le latex produit en propre et d'en acheter auprès d'exploitations villageoises et planteurs indépendants, puis (ii) de le transformer en caoutchouc dans leurs huit usines et enfin (iii) de le vendre à la société SIPH ;
- de la société SIPH :
 - > chargée d'acheter le caoutchouc produit par les quatre filiales de production du Groupe et de le commercialiser aux clients, principalement en Europe, mais également en Asie, Amérique du Nord et Amérique du Sud. Les principaux clients de SIPH sont les grands acteurs de l'industrie pneumatique ;
 - > qui fournit à ses filiales notamment une assistance technique dans différents domaines (industriel, gestion, etc.).

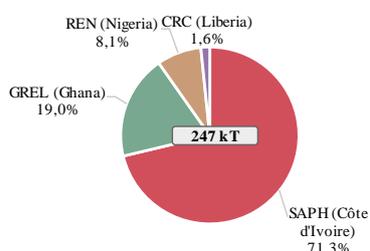
Accessoirement¹¹, le Groupe réalise des opérations commerciales sur d'autres types de produits avec les entités rachetées à son actionnaire principal. En outre, le Groupe a démarré la création de plantations de palmiers à huile en Côte d'Ivoire, au Ghana et au Libéria.

⁹ Le terme de « production » regroupe à la fois la production en propre par le Groupe et l'achat auprès d'exploitations villageoises et de planteurs indépendants.

¹⁰ Rapport annuel SIPH 2018.

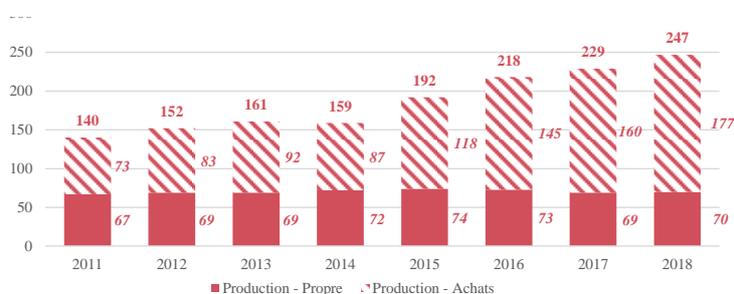
¹¹ Les activités de SIPH non liées au caoutchouc représentent 6% de son chiffre d'affaires consolidé en 2018 (source : Rapport financier annuel SIPH 2018, page 155).

Répartition par pays de la production totale de caoutchouc du Groupe en 2018



Source : Société.

Evolution de la production en propre et des achats du Groupe sur la période 2011-2018 (kT)



4.1 Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH) - Côte d'Ivoire

La Côte d'Ivoire jouit d'une position de leader en Afrique, avec près de 700 000 tonnes de caoutchouc produites en 2018. Le pays a connu une croissance rapide de sa production grâce au dynamisme des nombreux agriculteurs indépendants, soutenus par les entreprises agro-industrielles.

SIPH est présent en Côte d'Ivoire depuis 1956, année de la création de la Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH). Cette dernière est aujourd'hui le premier acheteur de caoutchouc du pays et consolide sa place de leader sur son marché :

- les superficies de SAPH dédiées à l'hévéa sont de 23 005 hectares à fin 2018 dont 5 553 hectares de jeunes plantations immatures et 718 hectares de surfaces en cours de préparation pour *planting* en 2019 ;
- avec une production totale de 176 000 tonnes en 2018 (production en propre de 30 000 tonnes et achats de 146 000 tonnes), SAPH jouit d'une part de marché de 25% dans le pays ;
- sous l'impulsion de la croissance importante de la production ivoirienne, les achats de latex par SAPH aux planteurs villageois ont considérablement augmenté ces dernières années, passant de 60 000 tonnes en 2010 à près de 150 000 tonnes en 2019, soit un taux de croissance annuel moyen de plus de 10% ;
- alors que les achats aux planteurs représentaient moins de la moitié de la production totale de SAPH en 2000, leur proportion est désormais de 83%. Cette évolution a nécessité des modifications dans le contrôle de qualité de la matière première et une gestion du risque de volatilité ;

- depuis 2017, la Côte d'Ivoire est caractérisée par un déficit de capacités industrielles installées dans le pays, la production nationale ayant augmenté plus vite que les capacités des usines. Cette situation diminue la concurrence sur l'achat du coagulum et donne de bonnes garanties à SAPH de pouvoir acheter les volumes prévus dans de bonnes conditions.

Ces cinq dernières années, SAPH a mis en œuvre une stratégie visant à augmenter progressivement ses capacités industrielles afin d'accompagner la croissance du marché et de profiter des opportunités offertes. SAPH a notamment construit deux nouvelles usines en 2014 et 2015 (Rapides Grah et Bongo), et conduisant à une augmentation de la capacité annuelle de 120 000 tonnes à 170 000 tonnes. En 2018, SAPH a doublé la capacité de l'usine de Yaoli et optimisé celle de Rapides Grah, avec l'installation d'un séchoir supplémentaire.

En 2018, la production en propre et les achats de latex aux planteurs de SAPH représentent respectivement 43% et 82% de celles du Groupe. Sur ce même exercice, SAPH a contribué à hauteur de 66% au chiffre d'affaires (195 M€) et de 28% du résultat opérationnel (2,5 M€, soit un taux de 1%) du Groupe.

4.2 Ghana Rubber Estates Ltd (GREL) – Ghana

Le Groupe est présent au Ghana depuis 1997 avec le rachat de plantations de Ghana Rubber Estates Ltd (GREL) au Gouvernement ghanéen.

GREL a amélioré son potentiel productif sur les plantations détenues en propre :

- la production en propre de GREL annuelle qui s'élevait à moins de 10 000 tonnes sur les exercices 2000 à 2010 est de 17 000 tonnes en 2018 ;
- GREL ayant procédé à l'acquisition de nouvelles terres entre 2012 et 2015, les surfaces plantées ont significativement augmenté entre 2011 et 2018 (passage de 12 500 à 15 800 hectares). La société a ainsi privilégié le *planting* d'extension et limité les renouvellements de vieilles parcelles ;
- GREL a significativement amélioré son rendement moyen par hectare, grâce à la qualité des *plantings* réalisés et au recours à des variétés plus performantes ;
- à fin 2018, les superficies dédiées à l'hévéa sont de 16 286 hectares dont 10 961 hectares en saignée, 4 792 hectares de cultures immatures et 533 hectares en préparation pour le *planting* de 2019.

GREL a également augmenté régulièrement ses volumes d'achats aux planteurs : presque nuls dans les années 2000, ils représentent 30 000 tonnes en 2018 :

- le projet « Rubber Outgrowers Unit » financé par l'Agence Française de Développement avec la participation du Gouvernement ghanéen, relayé par les « Self Financed Outgrowers » appuyés par GREL a permis le *planting* d'environ 50 000 hectares d'hévéas d'un très bon niveau technique au cours des 18 dernières années ;
- la production des planteurs indépendants est aujourd'hui presque intégralement achetée par GREL qui s'y est engagée durant la phase de remboursement des emprunts. Quelques exports de matières premières ont néanmoins eu lieu ces dernières années

GREL est le seul opérateur usinier en *Western Region*, et le principal opérateur au Ghana.

Afin de répondre à l'augmentation de la production, GREL a (i) augmenté graduellement depuis 2010 la capacité de son usine qui a désormais atteint son maximum et (ii) débuté la construction d'une seconde usine en 2018 qui devrait être opérationnelle fin 2019.

En 2018, la production en propre et les achats de latex aux planteurs de GREL représentent respectivement 24% et 17% de celles du Groupe. Sur ce même exercice, GREL a contribué à hauteur de 15% au chiffre d'affaires (46 M€) et de 21% du résultat opérationnel (1,9 M€, soit un taux de 4%) du Groupe.

4.3 RENL – Nigéria

Les plantations de RENL au Nigéria ont été apportées par Michelin à SIPH en 2006. Cette dernière a porté sa participation dans RENL à 70% en 2010.

La production en propre de RENL continuera à augmenter, grâce l'arrivée à maturité progressive des cultures récentes, la qualité des plantations et de très bonnes conditions d'exploitation :

- fin 2018, les superficies dédiées à l'hévéa représentaient 15 012 hectares, dont 10 853 hectares en saignées, 3 529 hectares de cultures immatures et 630 hectares en préparation pour le *planting* 2019 ;
- les surfaces originelles ont été correctement renouvelées ces 20 dernières années, il y a donc peu de parcelles en fin de vie. De plus, RENL a régulièrement augmenté ses surfaces dédiées à l'hévéa, à la fois en acquérant des terrains et en mettant en œuvre une politique de *planting* d'extensions ;

- la production en propre de RENL s'établit à 18 600 tonnes en 2018, contre 12 000 en 2006.

Il n'y a pas eu de développement des plantations villageoises ou privées au Nigéria. Les achats de RENL sont aujourd'hui très faibles (moins de 1 000 tonnes en 2018) mais continueront à croître, compte tenu de la politique de développement mise en œuvre par RENL autour de ses sites conduisant à des *plantings* qui rentreront progressivement en production et dont cette dernière pourra capter une partie.

RENL dispose d'une usine.

En 2018, la production en propre et les achats de latex aux planteurs de RENL représentent respectivement 27% et 1% de celles du Groupe. Sur ce même exercice, RENL a contribué à hauteur de 8% au chiffre d'affaires (23 M€) et de 26% du résultat opérationnel (2,4 M€, soit un taux de 11%) du Groupe.

4.4 Cavalla Rubber Corporation (CRC) – Libéria

SIPH est présent au Libéria depuis 2008 avec l'acquisition de 60% de la société Cavalla Rubber Corporation (CRC), disposant de plantations d'hévéas âgées, situées au Sud-Est du pays, à la frontière avec la Côte d'Ivoire. CRC est devenue filiale à 100% de SIPH en 2012.

CRC a amorcé le développement de nouvelles surfaces et dispose d'un verger ancien ainsi que d'un potentiel d'extension important.

Fin 2018, 6 099 hectares sont dédiés à l'hévéaculture dont 1 817 hectares immatures. CRC jouit en outre de 679 hectares de palmiers.

En 2018, la production a régressé à 3 600 tonnes (contre 4 100 en 2017), du fait du vieillissement du verger qui n'est pas encore compensé par la production issue de jeunes parcelles.

La relance de la production devrait s'étaler dans le temps et être graduelle, d'autant plus que la politique de développement a été revue à la baisse du fait de l'accentuation du bas de cycle.

Le Libéria, deuxième producteur de caoutchouc en Afrique de l'Ouest, dispose néanmoins d'un potentiel stratégique de développement à long terme pour le Groupe.

Il n'y a pas de production villageoise.

En 2018, la production en propre et les achats de latex aux planteurs de CRC représentent respectivement 6% et moins de 1% de celles du Groupe. Sur ce même exercice, CRC a contribué à hauteur de 2% au chiffre d'affaires (6 M€) du Groupe et a enregistré un résultat opérationnel négatif de -4 M€.

4.5 SIPH – France

La principale activité de la société SIPH réside dans l'achat du caoutchouc produit par les quatre filiales de production du Groupe et sa commercialisation aux clients, principalement en Europe, mais également en Asie, Amérique du Nord et Amérique du Sud.

Les principaux clients de SIPH sont les grands acteurs de l'industrie pneumatique dont la concentration limite le nombre. Michelin est le premier client du Groupe et représente 29,24% du chiffre d'affaires consolidé caoutchouc en 2017. Les dix premiers clients du Groupe représentent plus de 85% du chiffre d'affaires caoutchouc.

SIPH fournit également à ses filiales notamment une assistance technique dans différents domaines (industriel et gestion notamment).

5. Principales caractéristiques financières de la Société

5.1 Le chiffre d'affaires est impacté depuis 2012 par la baisse du cours du caoutchouc naturel, en dépit d'une forte progression des volumes vendus

5.1.1. Analyse de la production et des ventes en volumes

Le graphique ci-après présente l'évolution de la production et des ventes en volumes de SIPH depuis 2011.

Evolution de la production et des ventes de SIPH (en milliers de tonnes)



Source : Rapports annuels de la Société.

Les ventes de SIPH ont connu un rythme de croissance moyen (TCAM) de +8,9% entre 2011 et 2018, soutenu par la stratégie du Groupe visant à investir à contre cycle, en augmentant notamment les capacités de traitement des usines, qui font face à une production croissante des planteurs indépendants.

Par conséquent, la croissance de la production sur la période (TCAM 2011-18 : +8,4%) s'est faite en majeure partie grâce aux achats auprès des planteurs indépendants (TCAM 2011-18 : +13,5% vs. TCAM production en propre : +0,6%) qui représentent 72% des volumes produits en 2018.

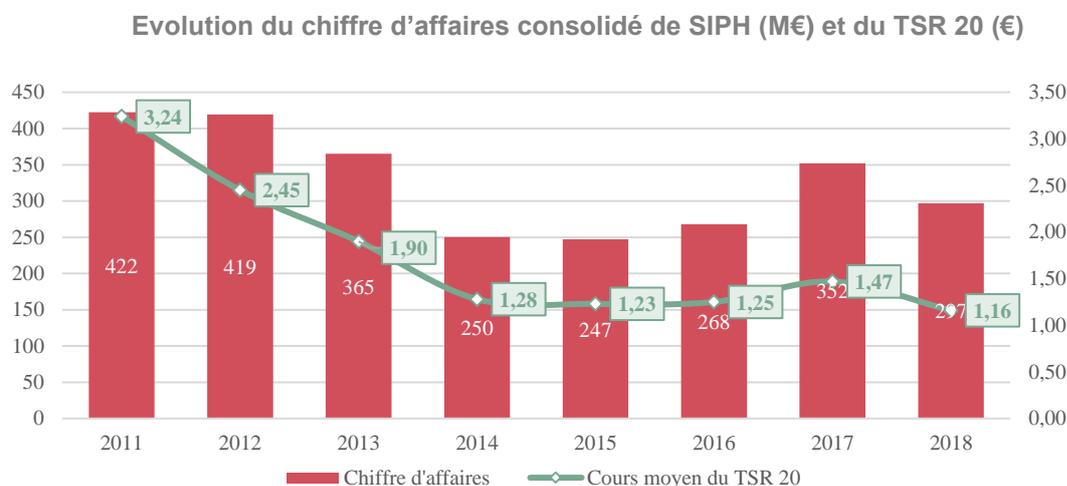
En 2014, la croissance des volumes produits et vendus a marqué un coup d'arrêt en raison de travaux d'extension des usines en Côte d'Ivoire, qui ont conduit à faire baisser la production faite à partir des achats auprès de planteurs indépendants.

5.1.2. Analyse du chiffre d'affaires

Hors contrats long terme, les ventes sont conclues au fur et à mesure de la récolte ou de l'achat, soit généralement entre 1 à 3 mois avant l'embarquement. Le SICOM 20 sert de marché de référence pour la fixation de l'essentiel des prix de vente de SIPH fixés au moment de la conclusion de la vente.

Le prix d'achat de la matière première étant corrélé au TSR 20, SIPH fixe le prix de ses ventes de façon à sécuriser ses marges. Les marges sur les stocks de matières premières et de produits finis sont ainsi garanties par le portefeuille physique devant s'exécuter dans les deux ou trois mois, et également par le portefeuille des ventes de couverture à terme. La corrélation entre prix de vente moyen des ventes constaté dans le chiffre d'affaires et les cours du marché s'effectue ainsi avec un décalage de quelques mois.

Le graphique et le tableau ci-après présentent l'évolution du chiffre d'affaires de SIPH et du TSR 20.



Source : Rapports annuels de la Société.

Evolution du chiffre d'affaires et des volumes vendus de SIPH (M€) et du TSR 20 (€)

	2012	2013	2014	2015R	2016	2017	2018
Evolution du CA	(0,7%)	(12,9%)	(31,5%)	(1,3%)	+8,5%	+31,4%	(15,6%)
Evolution des volumes vendus	+9,0%	+15,3%	+0,6%	+11,6%	+18,3%	+4,7%	+4,0%
Evolution du cours moyen du TSR 20	(24,4%)	(22,4%)	(32,6%)	(3,9%)	+1,6%	+17,6%	(21,1%)

Source : Rapports annuels de la Société.

Ces analyses mettent en exergue l'importance de l'effet prix, qui a plus que contrebalancé la hausse des volumes au cours de la période étudiée. Ainsi, à l'exception des années 2016 et 2017, où le cours du TSR 20 a progressé, le chiffre d'affaires de SIPH est en baisse par rapport au niveau de 2011, suivant la tendance baissière du cours du TSR 20.

5.2 Les marges ont suivi la trajectoire du chiffre d'affaires

La marge sur coûts directs correspond au chiffre d'affaires après déduction du coût d'achat du latex auprès des producteurs indépendants, du coût d'exploitation des plantations d'hévéas du Groupe (saignées, maintenance, etc.) et des frais d'usinage.

Les deux modalités d'approvisionnement en latex (production en propre vs. achat) n'influent pas de la même façon la marge sur coûts directs :

- le prix d'achat aux planteurs villageois est établi en référence à un prix plancher fixé par les organismes de la filière (en corrélation avec le TSR 20). Le prix de revient de ce caoutchouc suit donc les fluctuations du marché. Ainsi, en cas de hausse des cours,

la marge au kilo dégagée sur ce caoutchouc acheté n'augmente pas aussi rapidement que celle réalisée sur le caoutchouc issu des plantations du Groupe ;

- le caoutchouc issu des plantations du Groupe a un coût de production indépendant du niveau des cours. SIPH génère donc une marge positive ou négative selon que le cours est supérieur ou inférieur au prix de revient : au-delà du point mort, la marge augmente proportionnellement aux cours.

Grâce à ces deux origines de caoutchouc, le Groupe dispose :

- d'un effet de levier en cas d'augmentation des cours, en raison des marges réalisées sur ses productions propres ;
- d'un effet « amortisseur » en cas de baisse des cours, la contribution positive du caoutchouc acheté permettant d'abaisser le point mort.

Le tableau ci-après synthétise l'impact de ce modèle « dual » et de l'évolution des cours sur le taux de marge sur coûts directs depuis 2011.

	2011*	2012	2013	2014	2015*	2016	2017	2018
Evolution des volumes vendus		+9,0%	+15,3%	+0,6%	+11,6%	+18,3%	+4,7%	+4,0%
Evolution du cours moyen du TSR 20		(24,4%)	(22,4%)	(32,6%)	(3,9%)	+1,6%	+17,6%	(21,1%)
Evolution de la proportion de caoutchouc acheté (en points de pourcentage)		2,5%	2,5%	(2,4%)	6,7%	5,1%	3,4%	1,8%
Evolution du taux de marge sur coûts directs (en points de pourcentage)		(13,6%)	(5,1%)	(5,2%)	+1,3%	+2,5%	+4,6%	(8,2%)
Taux de marge sur coûts directs	42,7%	29,1%	24,0%	18,8%	20,1%	22,6%	27,2%	19,0%

Source : Rapports annuels de la Société.

Notes :

- Les comptes consolidés de 2011 tiennent compte de retraitements rétrospectifs liés à la correction d'une erreur relative à la valorisation des stocks (les coûts directs ont notamment été révisés à la baisse d'environ 4%) ;
- Les comptes consolidés de 2015 ont été retraités afin de refléter le passage d'une valorisation des actifs biologiques à la juste valeur, au coût historique (la marge sur coût direct n'est pas impactée par ce changement).

À titre d'exemples :

- les baisses de 2012 et 2013 traduisent une baisse du chiffre d'affaires liée à l'effet prix négatif compensant l'effet volumes positif, alors que, de manière concomitante, les coûts directs ont augmenté en raison de l'augmentation des volumes vendus et de la part de la production réalisée à partir des achats auprès des planteurs indépendants ;
- la baisse de 2014 est la conséquence d'une baisse du chiffre d'affaires, qui s'est faite dans des proportions plus importantes que les coûts directs en raison de la présence des « coûts fixes » liés aux plantations détenues par le groupe. La baisse des coûts directs a également été atténuée par l'augmentation de la part de la production réalisée à partir des plantations du Groupe.

Le tableau ci-après synthétise les principaux agrégats du compte de résultat consolidé de SIPH.

Compte de résultat synthétique consolidé de SIPH (2011 - 1^{er} semestre 2019)

MC (sauf mention spécifique)	2011*	2012	2013	2014	2015*	2016	2017	2018	2019-6m	TCAM 11-18
Cours moyen du TSR20 en €/kg	3,24	2,45	1,90	1,28	1,23	1,25	1,47	1,16	1,29	(13,6%)
Taux de change moyen €/NGN	214,7	202,5	209,4	217,2	218,0	282,9	375,9	424,6	405,7	+10,2%
Taux de change moyen €/CFA	656,0	656,0	656,0	656,0	656,0	656,0	656,0	656,0	656,0	
Taux de change moyen €//\$	1,39	1,29	1,33	1,33	1,11	1,11	1,13	1,18	1,13	(2,3%)
Production propre (kT)	67,0	69,0	69,0	72,0	74,0	73,0	69,0	70,0		+0,6%
% total production	47,9%	45,4%	42,9%	45,3%	38,5%	33,5%	30,8%	28,3%		
Achats aux planteurs (kT)	73,0	83,0	92,0	87,0	118,0	145,0	160,0	177,0		+13,5%
% total production	52,1%	54,6%	57,1%	54,7%	61,5%	66,5%	69,9%	71,7%		
Volumes vendus (kT)	130,0	141,7	163,4	164,4	183,5	217,1	227,4	236,4	114,5	+8,9%
Chiffre d'affaires	422,3	419,4	365,1	250,1	247,0	267,9	352,0	297,0	141,3	(4,9%)
% variation		(0,7%)	(12,9%)	(31,5%)	(1,3%)	+8,5%	+31,4%	(15,6%)		
Coût directs	(242,0)	(297,4)	(277,4)	(203,1)	(197,4)	(207,4)	(256,4)	(240,7)	(112,8)	(0,1%)
Marge sur coûts directs	180,3	121,9	87,7	47,0	49,6	60,5	95,6	56,3	28,5	(15,3%)
% du chiffre d'affaires	42,7%	29,1%	24,0%	18,8%	20,1%	22,6%	27,2%	19,0%	20,2%	
Frais généraux	(30,5)	(33,0)	(36,2)	(36,3)	(25,1)	(22,7)	(27,2)	(29,6)	(16,4)	(0,4%)
Excédent brut d'exploitation	149,9	89,0	51,5	10,7	24,4	37,8	68,4	26,7	12,1	(21,9%)
% du chiffre d'affaires	35,5%	21,2%	14,1%	4,3%	9,9%	14,1%	19,4%	9,0%	8,6%	
Dotations aux amortissements - hors impact IFRS 16	(7,7)	(8,0)	(10,6)	(13,0)	(17,6)	(18,9)	(17,0)	(15,7)	(8,3)	+10,6%
Dotations aux amortissements - IFRS 16									(0,3)	
Investissements nets agricoles	(7,9)	(11,4)	(14,5)	(16,0)						
Variation de juste valeur des actifs biologiques	(2,5)	(1,0)	(50,8)	(48,2)						
Résultat opérationnel courant	131,8	68,5	(24,4)	(66,5)	6,9	18,8	51,4	11,0	3,5	(29,9%)
% du chiffre d'affaires	31,2%	16,3%	(6,7%)	(26,6%)	2,8%	7,0%	14,6%	3,7%	2,5%	
Plus et moins-value de cessions d'immobilisations	(0,3)	0,8	0,1	(0,1)	(0,1)	0,6	(0,7)	(0,9)	(0,1)	
Autres produits et charges opérationnels	0,6	(4,8)	(11,9)	(10,7)	(8,0)	(5,4)	0,2	(1,0)	(1,6)	
Résultat opérationnel	132,0	64,4	(36,2)	(77,3)	(1,2)	14,1	50,9	9,1	1,9	
% du chiffre d'affaires	31,3%	15,4%	(9,9%)	(30,9%)	(0,5%)	5,3%	14,5%	3,1%	1,3%	
Produits nets de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	2,3	(0,4)	0,8	2,0	0,5	5,3	2,1	(0,1)	(0,7)	
Coût de l'endettement financier brut - hors impact IFRS 16	(1,1)	(2,3)	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(2,1)	(3,7)	(3,6)	(1,3)	
Intérêt sur dettes de loyer - IFRS 16	-	-	-	-	-	-	-	-	(0,1)	
Coût de l'endettement financier net	1,2	(2,7)	(1,9)	(0,0)	(1,7)	3,2	(1,7)	(3,7)	(2,1)	
Charge ou produit d'impôt sur le résultat	(35,8)	(25,2)	(0,4)	15,4	1,3	(7,5)	(12,8)	(3,1)	(1,9)	
Résultat net	97,4	36,6	(38,4)	(61,9)	(1,7)	9,7	36,4	2,3	(2,2)	
dont Part Groupe		20,7	(35,2)	(45,0)	(2,1)	6,9	25,7	1,4	(1,3)	
dont Part Minoritaires		15,9	(3,2)	(17,0)	0,4	2,9	10,8	0,9	(0,9)	

Source : Rapports annuels de la Société

Notes :

- Les comptes consolidés de 2011 tiennent compte de retraitements rétrospectifs liés à la correction d'une erreur relative à la valorisation des stocks ;
- Les comptes consolidés de 2015 ont été retraités afin de refléter le passage d'une valorisation des actifs biologiques à la juste valeur, au coût historique (option offerte par les normes IAS 41 et IAS 16 révisées). Les comptes antérieurs à 2015 ne sont pas retraités.

A titre liminaire, il convient de rappeler que depuis le 1^{er} janvier 2016, le Groupe applique la méthode des coûts historiques (application d'une option offerte par les normes IAS 41 et IAS 16 révisées) comme méthode de valorisation des plantes productrices immobilisées, et non plus la juste valeur. Pour cette raison, les années 2011 à 2014 (les comptes 2015 ayant été retraités rétrospectivement) ne sont pas comparables aux années 2015 à 2018.

Les principaux postes de coûts, après coûts directs et avant impôt, sont les suivants :

- frais généraux : ils ne sont pas directement allouables à l'exploitation agricole ou à l'activité de transformation. Ils sont constitués des frais de direction générale, des frais liés à l'informatique, à la finance et à l'administration générale, des frais de développement et des frais de vente. Les frais d'assistance technique versés à CFM et à SIFCA, notamment pour la mise à disposition d'une partie de leur personnel, sont également inclus dans les frais généraux ;
- dotations aux amortissements : elles sont essentiellement liées aux usines et actifs biologiques.

Les résultats opérationnels (courants et non courants) et nets ont suivi les mêmes tendances haussières et baissières que les cours du caoutchouc.

5.3 Analyse du bilan économique

Le tableau ci-après présente le bilan économique consolidé simplifié de la Société pour les exercices 2011 à 2018, ainsi qu'une sélection de ratios clés.

Bilan économique consolidé de SIPH (2011 - 1^{er} semestre 2019)

En millions d'euros (sauf mention spécifique)	2011R	2012	2013	2014	2015R	2016	2017	2018	2019-6m
Immos incorp.	21	17	16	18	20	17	15	17	17
dont écarts d'acquisition	21	17	15	15	15	14	14	14	14
Immos corp.	203	223	182	149	221	207	210	224	241
dont actifs biologiques	150	150	99	52	116	114	114	131	136
dont droit d'usage immobilisations corporelles (IFRS 16)	-	-	-	-	-	-	-	-	8
BFR d'exploitation	84	85	81	55	50	65	63	72	70
BFR Autres	3	4	4	4	3	1	0	0	0
Autres actifs et passifs	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total capitaux employés	311	329	284	225	295	291	289	313	327
Capitaux propres Part du Groupe	245	222	167	116	140	130	157	155	149
Intérêts minoritaires	90	75	63	43	66	62	73	72	72
Capitaux propres totaux	335	297	230	159	206	192	229	227	221
Dette financière	18	42	63	78	109	116	89	101	112
Dette financière - IFRS 16	-	-	-	-	-	-	-	-	8
Trésorerie nette	(79)	(46)	(32)	(17)	(29)	(25)	(39)	(26)	(24)
Dette financière nette	(61)	(4)	31	61	80	90	50	75	96
Provisions à caractère de dette	8	10	9	9	6	6	6	6	7
Impôts différés	28	26	14	(4)	3	3	4	4	4
Total capitaux investis	311	329	284	225	295	291	289	313	327

Sources : Rapports annuels de la Société, analyses Sorgem Evaluation.

Notes :

- Les comptes consolidés de 2011 tiennent compte de retraitements rétrospectifs liés à la correction d'une erreur relative à la valorisation des stocks ;
- Les comptes consolidés de 2015 ont été retraités afin de refléter le passage d'une valorisation des actifs biologiques à la juste valeur, au coût historique (option offerte par les normes IAS 41 et IAS 16 révisées). Les comptes antérieurs à 2015 ne sont pas retraités.

L'analyse du bilan économique de la Société fait apparaître les principaux éléments suivants :

- reflet du caractère capitalistique de l'activité, les immobilisations corporelles représentent un montant significatif (224 M€ en 2018) au regard du chiffre d'affaires (297 M€ en 2018). La majeure partie de ces immobilisations est de deux natures :
 - > les actifs biologiques (pour 131 M€ en 2018), qui regroupent les cultures matures (hévées dont la saignée a commencé), les cultures immatures (hévées non saignées) et les pépinières (jeunes plants, non encore plantés, greffés ou à greffer, ainsi que le jardin de bois de greffe). Les plantations font l'objet d'un renouvellement et d'une extension depuis plusieurs années, en ligne avec la stratégie du Groupe consistant à investir à contre cycle ;
 - > les actifs industriels, qui se rattachent notamment aux usines et matériels de transformation de caoutchouc. Comme précisé ci-avant, le Groupe investit depuis plusieurs années afin d'accroître ses capacités de traitement.
- le BFR d'exploitation représente un niveau significatif du chiffre d'affaires (24% en 2018), et est caractérisé par :

- > des stocks importants (62 M€ en 2018), comprenant la matière première seule issue des plantations propres, non encore transformée à la clôture (fonds de tasse) et la matière première comprise dans les stocks de produits finis (caoutchouc prêt à la vente). Ils comprennent également des marchandises, qui se rattachent aux activités du Groupe hors production de caoutchouc (commercialisation de produits agricoles, etc.) ;
 - > des créances clients qui se rattachent essentiellement aux autres activités que le caoutchouc. En effet, les clients de l'activité principale de vente du caoutchouc paient comptant contre délivrance des documents représentant une marchandise ;
 - > des dettes fournisseurs qui sont principalement liées aux achats effectués auprès des planteurs indépendants.
-
- le niveau d'endettement financier net du Groupe (2,8x l'EBE en 2018 contre 0,7x en 2017) reflète notamment le programme d'investissement du Groupe en termes d'investissements d'extensions des capacités de traitement et d'élargissement et de renouvellement des plantations propres, qui s'est intensifié en 2017 et 2018, après une réduction en 2016.

6. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">• Modèle économique mixte (production de latex en propre et achats aux villageois et planteurs indépendants) permettant de limiter l'impact de la volatilité du cours du caoutchouc• Stratégie de développement en investissant à contre cycle• Relations avec les planteurs indépendants et villageois• Leader de la production africaine• Bonne visibilité sur la production future	<ul style="list-style-type: none">• Forte dépendance à l'évolution du cours du caoutchouc naturel• Dépendance à l'industrie pneumatique• Incertitudes sur le développement au Libéria• Sensibilité aux taux de change
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none">• Poursuite de la croissance de la demande mondiale de caoutchouc naturel• Hausse du cours du caoutchouc naturel• Dynamisme de la production des villageois et planteurs indépendants• Ralentissement de la croissance de la production en Asie• Incitations des gouvernements africains favorisant l'hévéaculture	<ul style="list-style-type: none">• Crise politique, économique ou sanitaire dans un des pays d'Afrique de l'Ouest où est implantée SIPH• Arrivée de concurrents, notamment asiatiques, en Afrique• Renforcement des contraintes environnementales• Avancées technologiques sur le caoutchouc synthétique

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix d'Offre, nous avons estimé la valeur des titres de la Société au 14 octobre 2019 (ci-après la « Date d'Evaluation »), sur la base notamment de données de marché retenues entre le 4 octobre et le 14 octobre 2019.

Pour ce faire, nous avons retenu, à titre principal, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) par somme des parties (2.).

Nous avons également analysé les références aux transactions réalisées sur le capital (3.), au cours de bourse (4.) et aux objectifs de cours des analystes (5.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.).

1. Méthodes et références écartées

Nous avons écarté les méthodes et références suivantes :

- méthode des multiples de comparables boursiers (1.1) ;
- méthode des multiples de transactions comparables (1.2) ;
- méthode de l'actualisation des dividendes (1.3) ;
- méthode de l'actif net réévalué (1.4) ;
- référence à l'actif net comptable (1.5).

1.1 Méthode des multiples de comparables boursiers

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables cotées.

La méthode des multiples de comparables boursiers a été écartée car nous n'avons pas identifié de société cotée comparable à SIPH et permettant d'extérioriser des multiples. En effet :

- SIPH est spécialisée sur le caoutchouc tandis que certains acteurs ont une part de leur activité mixte, avec l'huile de palme par exemple ;

- SIPH dispose d'un modèle d'affaires mixte impliquant à la fois une production en propre et des achats auprès de planteurs villageois tandis que certaines sociétés sont spécialisées dans l'usinage de caoutchouc ;
- SIPH est présente en Afrique tandis que la majorité des sociétés identifiées sont asiatiques ;
- ces différences impliquent des disparités importantes en termes de modèle d'activité et donc notamment en termes de croissance, de marge, etc. ;
- il convient également de mettre en exergue les lacunes en termes de suivi par les analystes de recherche et donc de prévisions pour certaines sociétés ;
- nous notons en outre des différences de traitement comptables entre les sociétés : sociétés asiatiques qui ne publient pas en normes IFRS, prise en compte de la norme IFRS 16, etc. ;
- enfin, l'évolution du cours du caoutchouc impacte fortement les états financiers, mais également le cours de bourse des sociétés.

A titre informatif uniquement, le tableau ci-après synthétise les principales caractéristiques de sociétés identifiées : leur taille au travers de leur capitalisation boursière (« Cap. boursière ») et de leur chiffre d'affaires (« CA »), leur rentabilité au travers du taux de marge d'EBITDA, la description de leur activité et la répartition de leur chiffre d'affaires par géographie et activité.

Présentation succincte de sociétés identifiées

Nom	Éléments financiers clés (M€)	Description
 (China Hainan Rubber)	CA '19e 1 026 Marge d'EBITDA '19e 4,3% Cap. boursière 2 554	<ul style="list-style-type: none"> • Usinage de caoutchouc naturel acheté auprès de planteurs • Egalement impliqué en aval de la chaîne de valeur (fabrication de gants) • CA par géographie (2018) : Chine (85%) et Autres (15%) • CA par activité (2018) : Caoutchouc (97%) et Autres (3%)
 (Sri Trang Agro-Industry)	CA '19e 1 909 Marge d'EBITDA '19e 6,3% Cap. boursière 492	<ul style="list-style-type: none"> • Usinage de caoutchouc naturel issu de ses propres plantations et auprès de planteurs • Egalement impliqué en aval de la chaîne de valeur (fabrication de gants) • CA par géographie (2018) : Thaïlande (68%), Singapour (18%), Indonésie (11%) et Chine (3%) • CA par activité (2018) : Caoutchouc (77%), Fabrication de gants (16%), Produits à base de latex concentré (6%) et Autres (1%)
 (Phuoc Hoa Rubber)	CA '19e 62 Marge d'EBITDA '19e n.s. Cap. boursière 304	<ul style="list-style-type: none"> • Usinage de caoutchouc naturel acheté auprès de planteurs et issu de ses propres plantations • Se désengage progressivement de son cœur d'activité (caoutchouc) pour s'orienter vers la gestion de parcs industriels • CA par géographie (2018) : Vietnam (100%) • CA par activité (2018) : Caoutchouc (93%) et Autres (7%) • Marge brute par activité (T2 2019) : Caoutchouc (52%), Parcs Industriels (47%) et Autres (1%)
 (Dong Phu Rubber)	CA '19e 37 Marge d'EBITDA '19e 18,7% Cap. boursière 58	<ul style="list-style-type: none"> • Usinage de caoutchouc naturel • CA par géographie (2018) : Vietnam (76%) et Autres (24%) • CA par activité (2018) : Caoutchouc (84%) et Autres (16%)

Sources : Sociétés (communiqués de presse et rapports financiers), Bloomberg au 04/10/2019, Articles de presse, Thomson Reuters.

En outre, à titre informatif uniquement, les tableaux ci-après récapitulent les principaux éléments opérationnels prévisionnels, ainsi que les multiples, pour les sociétés identifiées.

Comparaison opérationnelle

Société	Pays	Croissance			Marge d'EBITDA		
		Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-19	Dec-20	Dec-21
China Hainan Rubber	Chine	+19,7%	+13,9%	+14,4%	4,3%	4,1%	3,7%
Sri Trang Agro-Industry	Thaïlande	(13,1%)	+10,7%	+3,2%	6,3%	7,1%	8,0%
Phuoc Hoa Rubber	Vietnam	+1,4%	+0,9%	n.d.	n.s.	n.s.	n.d.
Dong Phu Rubber	Vietnam	(9,6%)	+10,7%	n.d.	18,7%	18,7%	n.d.
Moyenne		(0,4%)	9,0%	8,8%	9,8%	10,0%	5,9%
Médiane		(4,1%)	10,7%	8,8%	6,3%	7,1%	5,9%

Sources : Bloomberg au 04/10/2019.

Note : « n.s. » signifie que la donnée est non significative et « n.d. » qu'elle n'est pas disponible.

Multiples boursiers

Société	Cap. boursière M€	VE M€	VE / CA			VE / EBITDA		
			Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-19	Dec-20	Dec-21
China Hainan Rubber	2 554	2 683	2,62x	2,30x	2,01x	n.s.	n.s.	n.s.
Sri Trang Agro-Industry	492	1 234	0,65x	0,58x	0,57x	10,2x	8,3x	7,1x
Phuoc Hoa Rubber	304	294	4,75x	4,71x	n.d.	4,8x	4,7x	n.d.
Dong Phu Rubber	58	53	1,44x	1,30x	n.d.	7,7x	6,9x	n.d.
Moyenne			2,36x	2,22x	1,29x	7,6x	6,6x	7,1x
Médiane			2,03x	1,80x	1,29x	7,7x	6,9x	7,1x

Sources : Bloomberg au 04/10/2019.

Note :

- Capitalisation boursière basée sur une moyenne un mois du cours de l'action au 04/10/2019.
- « n.s. » signifie que la donnée est non significative et « n.d. » qu'elle n'est pas disponible.

A titre d'information, nous indiquons que le Prix d'offre de 85 euros extériorise des multiples VE/EBITDA 2019 et 2020 respectivement de 16,3x et 10,5x, soit des niveaux supérieurs à ceux de l'échantillon.

1.2 Méthode des multiples de transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés lors de transactions impliquant des sociétés comparables.

La mise en œuvre de cette méthode se heurte souvent à la difficulté d'obtenir les informations nécessaires au calcul des multiples. Dans le cas d'espèce, elle trouve également ses limites dans les raisons invoquées concernant la pertinence limitée de l'approche par les multiples boursiers (cf. paragraphe précédent).

La méthode des multiples de transactions comparables a ainsi été écartée.

Néanmoins, quelques opérations réalisées depuis 2012 sont présentées ci-après, à titre purement informatif.

Production de caoutchouc naturel – Sélection de transactions depuis 2012

Date d'annonce	Acquéreur(s)	Cible	Pays	Valeur Entreprise (100%-M€)	%	VE	VE	VE
						CA	EBE	REX
						x	x	x
15/01/2018	Sumber Djantin / Sumber Alam	Halcyon Agri	Indonésie	54	100%	n.d.	n.d.	n.d.
02/10/2017	Fimave	Siat	Belgique	704	35%	3,54x	10,1x	14,7x
22/09/2016	Guangdong Farms Agribusiness	Thai Hua Rubber	Thaïlande	241	60%	n.d.	n.d.	n.d.
23/08/2016	Halcyon Agri	GMG Global	Singapour	467	100%	1,12x	n.s.	n.s.
28/03/2016	Sinochem International	Halcyon Agri	Singapour	624	66%	0,69x	15,2x	19,1x
28/03/2016	Halcyon Agri	Sinochem International Natural Rubber Investment	Singapour	137	100%	n.d.	n.d.	n.d.
11/07/2014	Halcyon Rubber	Anson	Singapour	240	100%	0,43x	10,0x	n.d.
21/02/2012	GMG Global	Siat	Belgique	611	35%	n.d.	n.d.	n.d.
Moyenne						1,44x	11,8x	16,9x
Médiane						0,90x	10,1x	16,9x

Sources : Sociétés (communiqués de presse et rapports financiers), Articles de presse, Mergermarket.

Note : « n.s. » signifie que la donnée est non significative et « n.d. » qu'elle n'est pas disponible.

La transaction renseignée la plus récente et la plus comparable porte sur le capital de la société belge Siat. Le 2 octobre 2017, la holding de M. Pierre Vandebecck (Fimave), qui détenait déjà 52% du capital, a exercé son option pour racheter 35% des parts détenues par la société GMG Global.

Siat est spécialisée dans la création et la gestion de plantations de palmiers à huile et d'hévéas, ainsi que l'usinage des matières premières issues de ces plantations (trois huileries et trois usines pour usiner le caoutchouc). À ce titre, elle disposait en 2016 de 39 900 ha de plantations de palmiers à huile, et de 23 100 ha de plantations d'hévéas. Ses principaux pays d'implantation étaient le Nigéria (c. 32 000 ha de plantations de palmiers à huile), le Gabon (c. 12 700 ha de plantations d'hévéas), le Ghana (c. 7 800 ha de plantations de palmiers à huile) et la Côte d'Ivoire (c. 7 800 ha de plantations d'hévéas). Son chiffre d'affaires était de 199 M€, avec un taux de marge d'EBITDA d'environ 35%.

Néanmoins, la forte exposition de Siat au secteur de l'huile de palme, qui connaît des dynamiques différentes, limite la pertinence des multiples extériorisés par cette transaction.

1.3 Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage, généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière et représentative de leur capacité de distribution.

La méthode de l'actualisation des dividendes a été considérée comme non pertinente pour les raisons suivantes :

- les dividendes historiquement versés par SIPH à ses actionnaires n'ont pas été réguliers, avec notamment des résultats nets négatifs enregistrés aux titres des exercices 2013 à 2015 ;
- l'absence de visibilité sur la future politique de distribution de dividendes de la Société.

1.4 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan. Elle est souvent utilisée pour évaluer les sociétés dont les principaux actifs disposent d'une valeur de marché indépendamment de leur utilisation dans un processus d'exploitation.

Cette méthode a été écartée car elle ne permet pas d'appréhender pleinement l'activité de la Société, contrairement à la méthode retenue à titre principal, à savoir celle des DCF.

1.5 Référence à l'actif net comptable

Cette approche consiste à estimer la valeur des titres d'une société à partir de la référence à son actif comptable.

Cette référence n'est pas adaptée au cas d'espèce car elle ne permet pas de tenir compte de la continuité d'exploitation. Les principaux actifs de la Société ne sont pas nécessairement inscrits à son bilan en valeur de marché ; d'ailleurs, depuis l'exercice clos au 31 décembre 2016, SIPH comptabilise ses actifs biologiques à leur coût historique¹².

¹² A compter de 2016, en application des amendements aux normes IAS 16 et IAS 41, les plantes productrices entrent désormais dans le champ d'application de la norme IAS 16 révisée « Immobilisations corporelles » et sont donc comptabilisées selon le modèle de coût. SIPH a opté pour le retour au coût historique de ses plantations d'hévéas et de palmier comme leur dernière valeur comptable au 31 décembre 2015, en remplacement de leur juste valeur.

Nous précisons néanmoins que le Prix de l'Offre de 85 euros est supérieur à l'actif net comptable de la Société de 29,4 euros par action.

2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) par somme des parties

2.1 Principe

La méthode d'évaluation par la somme des parties (*sum of the parts* en anglais) consiste à évaluer un groupe présentant des activités aux caractéristiques différentes en sommant dans une logique patrimoniale la valeur de ces différentes activités, estimées en utilisant la ou les méthodes d'évaluation qui paraissent les plus pertinentes pour valoriser chacune d'entre elles, au cas d'espèce la méthode DCF.

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation des activités valorisées sur la période couverte par les prévisions et, le cas échéant, la valeur actualisée de la valeur terminale constituent la Valeur d'Entreprise (ou valeur de l'actif économique) de la société évaluée (ci-après la « Valeur d'Entreprise »).

La Valeur d'Entreprise obtenue doit ensuite être ajustée de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation pour obtenir la valeur des fonds propres de la société évaluée.

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres puis à la valeur par action (2.2) ;
- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives (2.3) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (2.4).

Nous présenterons également, à titre uniquement informatif, l'analyse de SAPH (2.6).

2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action

2.2.1. Nombre d'actions pris en compte

Le capital social de SIPH est composé de 5 060 790 actions à la date du présent rapport.

A cette date, il n'existe pas de titre de capital, instrument financier ou droit susceptible de diluer ce nombre d'actions et la Société ne détient aucune de ses actions.

Le nombre d'actions retenu est ainsi de **5 060 790**.

2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres

Le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres de la Société nécessite de prendre en compte un **ajustement négatif d'un montant de 255,3 M€**, comprenant les éléments suivants :

- dette financière à court terme et à long terme ;
- trésorerie et équivalents de trésorerie ;
- titres de participations non consolidés ;
- provisions à caractère de dette (engagements de retraites et autres provisions à caractère de dette) nettes de l'économie d'impôts ;
- flux de trésorerie du 30 juin au 30 septembre 2019 ;
- intérêts minoritaires des filiales (31,94% dans SAPH, 40,00% GREL et 29,68% dans RENL) réévalués sur la base de la valeur des fonds propres de chacune d'elles déterminées par la mise en œuvre d'une méthode DCF fondée sur leurs plans d'affaires respectifs.

Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres

Détails des ajustements (M€)	
Dette nette	(88,2)
Emprunts long-terme	(28,7)
Emprunts court-terme	(83,5)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	23,9
Titres de participations non consolidés	0,1
Provisions à caractère de dette nettes de l'économie d'impôt	(5,4)
Engagements de retraite et avantages assimilés	(6,6)
Provisions pour autres passifs	(0,7)
Economie d'impôt sur provisions à caractère de dette	1,9
Flux de trésorerie du 30 juin 2019 au 30 septembre 2019	(23,8)
Intérêts minoritaires revalorisés	(138,0)
Total des ajustements	(255,3)

Sources : Comptes consolidés de SIPH au 30 juin 2019, Plans d'affaires, Comptes de SAPH, GREL et RENL au 30 juin 2019, Analyses Sorgem Evaluation.

2.3 Présentation des prévisions retenues

2.3.1. Sources d'informations utilisées

La Société nous a communiqué le plan d'affaires sur la période 2019-2043 :

- de 2019 à 2030, le plan d'affaires est établi pour chaque société (SAPH, CRC, GREL, RENL et SIPH social) et en consolidé, à la fois en devises locales et en euro ;
- de 2031 à 2043, le plan d'affaires est présenté pour chaque société en devises locales¹³. Nous avons donc prolongé le plan d'affaire sur cette période 2031-2043, en nous fondant sur les principaux agrégats prévisionnels déterminés par le Management.

Les échanges conduits avec la Société nous ont permis d'apprécier la cohérence de ce plan d'affaires.

2.3.2. Synthèse des hypothèses structurantes

Les plans d'affaires par filiale sont construits de façon assez similaire et se fondent sur les principales hypothèses suivantes :

- un cours du caoutchouc (TSR 20) correspondant aux estimations du Management qui s'appuient notamment sur des études de (i) LMC International pour ce qui relève des perspectives d'évolution de la production et de la consommation à l'horizon 2030, (ii) de l'IRSG (Groupe d'Étude International sur le Caoutchouc) concernant l'historique du stock mondial de caoutchouc :
 - > sur la base de ces analyses, le Management estime que les fondamentaux du secteur n'ont pas changé significativement, que la consommation continuera à croître à hauteur de 2,45% par an, tandis que la production n'augmentera qu'à un rythme moyen de 2% environ. Quant aux stocks, ils devraient rester élevés durant les trois ou quatre prochaines années et continuer ainsi à peser sur le marché ;
 - > ainsi, malgré quelques remontées assez ponctuelles (novembre 2016 à avril 2017, juin 2019), les cours devraient se maintenir à des niveaux assez bas en 2019 et 2020, à un plancher entre compris 1,35 et 1,50 \$/kg, ce niveau étant le minimum permettant de préserver la rentabilité des planteurs et de garantir la pérennité du

¹³ Les hypothèses relatives aux taux de change sont cependant précisées par le Management pour la période 2031-2043.

- secteur. Il correspond à la moyenne des 5 dernières années (1,48 \$/kg), et il est cohérent avec le niveau des cours du pétrole et leurs perspectives ;
- > à partir de 2021, une lente remontée des cours est anticipée, en raison des perspectives de rééquilibrage de l'offre ;
 - > à partir de 2023, cette remontée devrait s'amplifier du fait de la réduction progressive des stocks ;
 - > le Management a retenu un cours de 2,15 \$/kg à partir de 2026, ce qui correspond à la moyenne observée sur les quinze dernières années ;
- des hypothèses de taux de change Naira / Euro (pour REN) et Dollar américain / Euro pour CRC et comme devise de référence sur le marché du caoutchouc¹⁴. Ces taux sont estimés par le Management en 2020 et figés pendant toute la période du plan d'affaires ;
 - l'évolution du chiffre d'affaires peut être analysée selon deux périodes :
 - > de 2019 à 2024, la croissance du chiffre d'affaires consolidé est importante (TCAM de +18,5%) et s'explique principalement par la hausse anticipée des cours du caoutchouc (de 1,22 €/kg à 1,81 €/kg) ainsi que par la progression de la production en tonnes (TCAM de +9,1%). Plus de 95% de la croissance de la production provient de SAPH et GREL, portées par la forte hausse de la production des planteurs indépendants en Côte d'Ivoire et au Ghana ;
 - > de 2025 à 2043, la croissance du chiffre d'affaires ralentit, en raison de l'atteinte par SAPH de sa capacité maximale de production en 2025. Ainsi, la croissance sur cette période (TCAM de +0,7%) provient exclusivement des autres filiales ;
 - la marge de résultat opérationnel courant (ROC) diffère selon la filiale et sa stratégie de production ou d'achat de la matière première : les marges de CRC et RENL sont ainsi supérieures à long-terme à celles de SAPH et de GREL. A l'exception de CRC, dont le plan de développement prévoit une arrivée à maturité en fin de plan d'affaires, les marges des autres filiales atteignent des points hauts autour de 2026 avec l'ajustement du TSR 20 sur son niveau de long-terme. Leurs marges se stabilisent sur la fin du plan ;
 - la marge opérationnelle de SIPH (social) est bien plus faible que celles des filiales opérationnelles, son activité étant tournée vers l'achat/vente et non la production de caoutchouc ;

¹⁴ Les états financiers de SIPH social et GREL sont établis en euros, et ceux de SAPH en francs CFA (arrimé à l'euro selon une parité fixe de 655,957 francs CFA par euro).

- des hypothèses d'investissements ont été effectuées chaque année et pour chaque société en fonction des investissements agricoles nécessaires pour le renouvellement des arbres en fin de vie et pour les extensions prévues dans le plan d'affaires. Des investissements industriels sont également prévus pour SAPH et GREL, afin d'augmenter les capacités de transformation en vue de répondre à la croissance des volumes à traiter ;
- le BFR a été modélisé sur la base des chiffres historiques, en tenant compte des prévisions des différentes sociétés, 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, à l'exception du taux retenu pour le Ghana, qui correspond au taux applicable aux filiales de groupes étrangers.

2.3.3. Hypothèses normatives et taux de croissance à long terme

La valeur de chaque société à l'horizon 2043 a été déterminée à partir d'un taux de croissance à l'infini de 1,0% (en ligne avec la croissance observée sur les dernières années du plan) et d'un flux de trésorerie normatif établi à partir des hypothèses suivantes :

- chiffre d'affaires égal au chiffre d'affaires 2043 augmenté de 1,0% ;
- taux de marge opérationnelle (résultat opérationnel courant rapporté au chiffre d'affaires) égal à celui retenu par le Management pour l'exercice 2043 ;
- taux de croissance des immobilisations nettes égal au taux de croissance à long terme retenu ;
- ratio de de BFR sur chiffre d'affaires égal à celui retenu par le Management pour l'exercice 2043 ;
- taux d'impôt normatif par société égal à celui retenu sur l'exercice 2043.

Compte tenu de l'horizon des plans d'affaires (2043), nous précisons que la valeur terminale actualisée ne représente que 6% de la Valeur d'Entreprise de la Société.

2.3.4. Prise en compte d'une décote sur les flux

Il ressort des hypothèses du plan d'affaires, au niveau consolidé :

- un chiffre d'affaires qui triple presque entre 2019 et 2043 ;
- un résultat opérationnel courant qui dépasse, en valeur, dès 2024 celui enregistré en 2011, année de haut de cycle du cours du caoutchouc ;
- un taux de résultat opérationnel courant de près de 30% en 2043.

Afin de prendre en compte les incertitudes attachées à la croissance significative de la rentabilité des capitaux employés sur l'horizon du plan d'affaires ainsi que les risques d'attrition de la rente économique de la Société à moyen-long terme¹⁵, nous avons retenu pour chaque année « n », une pondération des flux d'un facteur $(1-4\%)^n$.

Considérer un tel niveau de décote conduit à reconnaître, à long terme, un taux de rentabilité des capitaux employés d'environ 20%, soit un niveau qui représente encore près du double du coût du capital retenu.

2.4 Détermination du taux d'actualisation

2.4.1. Principe de détermination du taux

Les flux nets de trésorerie respectifs de SIPH social et de chacune de ses filiales doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

SIPH et ses filiales n'ayant pas vocation à être structurellement endettées, le taux d'actualisation retenu pour chacune d'elles correspond ainsi à leur coût des fonds propres à dette nulle.

Il a été déterminé pour chacune des entités à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$$

¹⁵ Notamment : environnement et pression concurrentiels, évolutions technologiques, évolution de la demande, situation financière des principaux donneurs d'ordres.

Avec :

K_{FP}	<i>Coût des fonds propres</i>
R_f	<i>Taux sans risque</i>
β	<i>Bêta des actions de la société</i>
Prime de risque moyenne du marché	<i>Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque</i>
Prime de risque éventuelle	<i>Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille ou à une prime de risque pays</i>

2.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne 3 mois des obligations d'Etat françaises d'une maturité de 20 ans. Ce taux s'établit à 0,19% au 11 octobre 2019.

2.4.3. Bêta

D'un point de vue quantitatif, le coefficient bêta d'une activité correspond à la régression statistique des rendements de titres comparables par rapport aux rendements du marché.

La mise en œuvre de cette approche suppose (i) d'être en mesure de constituer un échantillon de sociétés comparables et (ii) que les rendements des titres comparables ne soient pas pollués excessivement par du bruit statistique (autrement dit que le coefficient dit R^2 des régressions soit suffisant).

D'un point de vue économique, les facteurs communément considérés comme influençant le risque systématique sont la sensibilité du volume d'activité à la conjoncture économique, le degré de levier opérationnel (c'est-à-dire la manière dont une variation d'activité se traduit dans le niveau de marge) ainsi que le levier financier¹⁶.

Au cas d'espèce, les spécificités des activités de la Société font que nous n'avons pas été en mesure d'identifier un échantillon véritablement pertinent (cf. § IV.1.1 infra), sachant que, pour certaines sociétés identifiées, le coefficient bêta mesuré n'est en plus pas significatif statistiquement (coefficient R^2 trop faible).

¹⁶ Rubinstein, Mark E., A mean-variance synthesis of corporate financial theory, The Journal of Finance, Vol. 28, No. 1. (Mar., 1973), pp. 167-181.

Par conséquent, nous nous sommes fondés sur deux échantillons de sociétés constitués par le Pr. Damodaran, reflétant deux secteurs dont les caractéristiques, telles que la sensibilité à la conjoncture économique ou la structure des coûts, permettent d'appréhender l'activité de la Société :

- l'agriculture (« *farming* »), étant rappelé que SIPH produit en propre une partie du latex et achète le reste à des villageois ;
- les équipementiers automobiles (« *auto-parts* »), étant donné que les débouchés de SIPH sont étroitement liés à cette industrie.

Nous avons ainsi retenu la moyenne des Bêtas de ces deux échantillons, arrondie à **0,85**.

Récapitulatif des bêtas analysés

Nom industrie	Nombre de sociétés dans l'échantillon	Bêta désendetté corrigé de la trésorerie
Agriculture	407	0,59
Équipementier automobile	681	1,09
Moyenne		0,84
Valeur retenue		0,85

Source : Pr. Damodaran (janvier 2019).

Il convient de préciser que le Pr. Damodaran détermine également un bêta pour le secteur « caoutchouc et pneus » mais qu'il ne nous paraissait pas pertinent au cas d'espèce, notamment compte tenu de la localisation des sociétés de l'échantillon (près de 80% sont situées en Asie).

2.4.4. Prime de risque marché

Différentes approches permettent d'estimer la prime de risque de marché. Il peut s'agir de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Les primes de risque anticipées calculées de manière instantanée ont été écartées en raison des inconvénients suivants :

- elles sont calculées à partir de modèles complexes tenant compte d'un grand nombre de paramètres, pour certains subjectifs, comme la définition de la période de prévision, les taux de croissance retenus dans les prévisions, le taux de croissance à long terme, les taux de distribution de dividendes, etc. Il en résulte que les hypothèses prises en compte dans leur calcul ne sont pas forcément cohérentes avec celles utilisées dans le modèle de valorisation ;

- elles permettent de suivre l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs mais ne correspondent pas nécessairement au taux de rendement supplémentaire attendu par des investisseurs en actions qui investissent sur le long terme, ce qui n'est pas le cas pour les arbitragistes et les gestionnaires de portefeuilles.

Nous privilégions les primes de risque anticipées calculées à partir de comparaisons sur une base historique du rendement des actions et des obligations, en ajustant l'écart constaté de phénomènes qui ne devraient pas se reproduire dans le futur. Ces primes de risque sont moins sensibles que les précédentes à la conjoncture immédiate.

A ce titre, nous retenons une prime de risque du marché action de **5,5%**, déterminée notamment sur la base des travaux de Dimson, Marsh et Staunton, de Robeco et du sondage du Swiss Finance Institute¹⁷.

2.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques démontrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF¹⁸.

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps aboutit à une estimation de la prime de taille de 3,39%¹⁹.

¹⁷ Sources : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006, « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011, et « Crédit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018 » ; Robeco, « Expected Returns 2017 – 2021 », septembre 2016, L. Daalder ; Lilia Mukhlynina et Kjell G. Nyborg, janvier 2016, « The Choice of Valuation Techniques in Practice: Education versus Profession ».

¹⁸ Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu du manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Betas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

¹⁹ Source : « 2019 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps – Prime associée aux entreprises du troisième tercile (« Micro Cap »).

La prise en compte d'une telle prime se justifie notamment par la part de marché limitée de SIPH au niveau mondial et par la dépendance de la Société à son principal client, Michelin.

2.4.6. Prime pays

Les filiales de SIPH sont présentes dans des pays différents qui peuvent présenter des risques (politiques, économiques, financiers, etc.) susceptibles d'impacter leurs résultats.

Nous avons ainsi retenu des primes de risque pays déterminées par le Pr. Damodaran à partir des risques de défaut des emprunts²⁰ :

- 3,34% pour la Côte d'Ivoire ;
- 6,03% pour le Ghana ;
- 5,11% pour le Nigeria ;
- 13,53% pour le Libéria.

2.4.7. Taux d'actualisation retenus

Nous obtenons ainsi les taux d'actualisation suivants qui correspondent à notre estimation des coûts des fonds propres à dette nulle à la Date d'Evaluation :

Récapitulatif des taux d'actualisation retenus

Paramètres	Calcul	SAPH Côte d'Ivoire	GREL Ghana	REN Nigeria	CRC Liberia	SIPH social France
Taux sans risque	(1)	0,19%	0,19%	0,19%	0,19%	0,19%
Beta désendetté	(2)	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Prime de risque moyenne du marché action	(3)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Prime de risque pays	(4)	3,34%	6,03%	5,11%	13,53%	
Prime de taille	(5)	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%
Coût du capital - calculé	(1)+(2)x(3)+(4)+(5)	11,60%	14,29%	13,37%	21,79%	8,26%
Coût du capital - valeur retenue		11,60%	14,30%	13,40%	21,80%	8,30%

Comme il est d'usage, nous avons complété les calculs par une analyse de la sensibilité de la valeur des sociétés au taux d'actualisation.

Le taux d'actualisation moyen²¹ qui ressort dans nos travaux s'établit à environ 11,5%. Ce niveau est cohérent avec les taux d'actualisation utilisés par la Société dans le cadre de ses tests de dépréciation à fin 2018, lesquels s'établissent respectivement à 10,47%,

²⁰ Source : Damodaran – Juillet 2019.

²¹ Taux d'actualisation pondérés par la Valeur d'Entreprise part du Groupe de chaque société.

12,47% et 15,64% pour SAPH, REN et GREL, qui contribuent à 98% de la production actuelle et à environ trois-quarts de la Valeur d'entreprise part du Groupe²².

2.5 Conclusion sur la valeur

Le tableau ci-après présente le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur par action :

Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur par action de SIPH

Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action (M€ sauf mention spécifique)	
Valeur d'entreprise	648,2
Ajustements	(255,3)
Valeur des capitaux propres	392,9
Nombre d'actions	5 060 790
Valeur par action (€)	77,6

Nous avons mené les analyses de sensibilité suivantes :

- +/- 0,5% sur les taux d'actualisation et +/-0,25% sur le taux de croissance à l'infini ;
- +/- 2,5% sur le taux de change EUR/USD et +/-2,5% sur le cours du caoutchouc ;
- +/- 0,5% sur les taux d'actualisation et +/- 2,5% sur le taux de change EUR/USD ;
- +/- 0,5% sur les taux d'actualisation et +/- 2,5% sur le taux de change EUR/NRN.

Sensibilité de la Valeur par action aux taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini

		Coût du capital				
		(1,00%)	(0,50%)	-	+0,50%	+1,00%
Taux de croissance à l'infini	+0,50%	87,3	82,4	77,8	73,6	69,7
	+0,25%	87,2	82,3	77,7	73,5	69,6
	-	87,0	82,1	77,6	73,5	69,6
	(0,25%)	86,9	82,0	77,5	73,4	69,5
	(0,50%)	86,8	81,9	77,4	73,3	69,4

²² Nous retenons un taux d'actualisation pour CRC de 21,8% contre 20,97% dans les tests de dépréciation à fin 2018. Nous précisons en outre que l'UGT SIPH social n'est pas testée.

Sensibilité de la Valeur par action aux taux de change EUR/USD et au cours du caoutchouc

		Taux de change euro / dollar américain				
		(5,00%)	(2,50%)	-	+2,50%	+5,00%
SICOM \$/kg	+5,00%	96,6	91,2	85,7	82,2	77,9
	+2,50%	91,4	85,8	82,2	77,8	72,9
	-	85,9	82,2	77,6	72,6	67,8
	(2,50%)	82,1	77,5	72,3	67,4	63,4
	(5,00%)	77,3	72,1	67,0	62,9	58,4

Sensibilité de la Valeur par action aux taux d'actualisation et au taux de change EUR/USD

		Coût du capital				
		(1,00%)	(0,50%)	-	+0,50%	+1,00%
Taux de change euro / dollar américain	+5,00%	76,6	72,0	67,8	63,9	60,4
	+2,50%	81,7	77,0	72,6	68,6	64,9
	-	87,0	82,1	77,6	73,5	69,6
	(2,50%)	91,9	86,8	82,2	77,8	73,8
	(5,00%)	95,9	90,7	85,9	81,5	77,4

Sensibilité de la Valeur par action aux taux d'actualisation et au taux de change EUR/NRN

		Coût du capital				
		(1,00%)	(0,50%)	-	+0,50%	+1,00%
Taux de change euro / naira	+5,00%	87,8	82,9	78,3	74,1	70,2
	+2,50%	87,4	82,5	78,0	73,8	69,9
	-	87,0	82,1	77,6	73,5	69,6
	(2,50%)	86,6	81,8	77,3	73,1	69,2
	(5,00%)	86,2	81,3	76,9	72,7	68,8

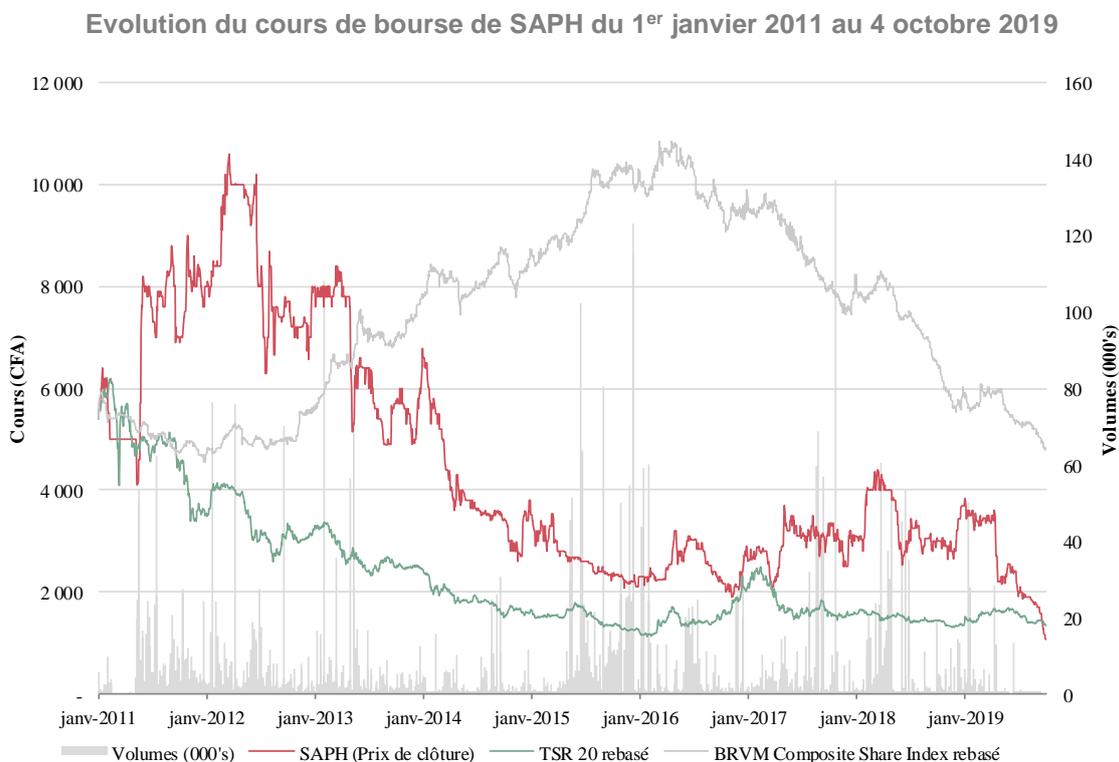
Nos travaux font ainsi ressortir une valeur par action qui s'inscrit dans une fourchette comprise entre **72,3 €** (prime d'Offre de 17,5%) et **82,2 €** (prime d'Offre de 3,4%), avec une valeur centrale de **77,6 €** (prime d'Offre de 9,5%).

2.6 A titre informatif, analyse de SAPH

2.6.1. Une liquidité limitée des actions SAPH

Les actions de SAPH sont cotées à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) d'Abidjan.

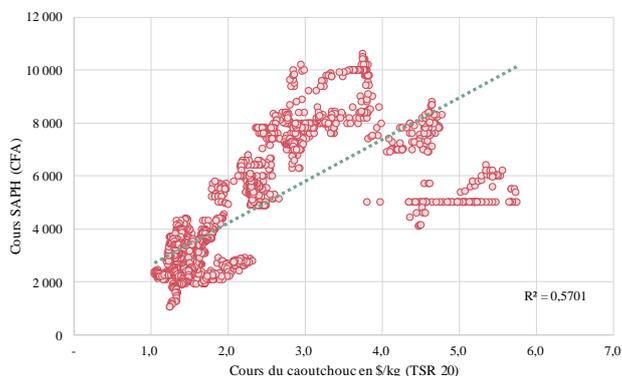
Les analyses suivantes ont été effectuées en mettant en perspective le cours de bourse de SAPH, les volumes échangés, le cours du caoutchouc (TSR 20) et l'évolution d'un indice boursier dans lequel est inclus SAPH (Bourse Régionale des Valeurs Mobilières Composite Share Index).



Sources : Bloomberg au 4 octobre 2019, Presse, SIPH.
 Note : Analyse effectuée du 3 janvier 2011 au 4 octobre 2019.

L'analyse de la corrélation entre le cours de SAPH et celui du caoutchouc menée sur la période du 1^{er} janvier 2011 au 4 octobre 2019 met en évidence un coefficient de détermination moins significatif que pour SIPH pré-OPAS, comme illustré ci-après.

Analyse de la corrélation entre le cours de SAPH et le cours du caoutchouc du 1^{er} janvier 2011 au 4 octobre 2019



Source : Bloomberg au 4 octobre 2019.
 Note : Analyse effectuée du 3 janvier 2011 au 4 octobre 2019 sur des données quotidiennes.

Nos analyses montrent que la **liquidité des actions SAPH apparaît limitée** :

- le flottant ne représente que 14,7% du capital ;
- il s'est échangé 288 699 actions au cours des 12 derniers mois, soit un taux de rotation du flottant de 7,7%.

Analyse du cours de bourse et des volumes échangés du titre SAPH sur les douze derniers mois

Période	Date de début	Date de fin	Cours moyen pondéré par les volumes (CFA)	Cours le plus haut (CFA)	Cours le plus bas (CFA)	Nombre moyen d'actions échangées	En % du nombre d'actions total	En % du flottant	Nombre cumulé d'actions échangées	En % du nombre d'actions total	En % du flottant
Spot	14/10/2019		1000								
1 mois	15/09/2019	14/10/2019	1092	1575	990	263	0,00%	0,01%	5 524	0,0%	0,1%
2 mois	15/08/2019	14/10/2019	1180	1850	990	151	0,00%	0,00%	6 344	0,0%	0,2%
3 mois	15/07/2019	14/10/2019	1349	2 000	990	131	0,00%	0,00%	8 251	0,0%	0,2%
6 mois	15/04/2019	14/10/2019	2 552	3 530	990	351	0,00%	0,01%	40 763	0,2%	1,1%
12 mois	15/10/2018	14/10/2019	3 300	3 840	990	1213	0,00%	0,03%	288 699	1,1%	7,7%

Source : Bloomberg au 14 octobre 2019, Société.

2.6.2. Analyse à titre informatif de la capitalisation boursière de SAPH

La capitalisation boursière de SAPH s'élevait à 31,2 Mds²³ de francs CFA au 14 octobre 2019, soit 47,6 M€²⁴.

Ainsi, sur cette base, la Valeur d'Entreprise de SAPH ressortirait à 116,3 M€, soit une Valeur d'Entreprise de SIPH de 427,9 M€ ou 48,0 € par action, i.e. une prime induite par le Prix de l'Offre de 77,1%.

Nous rappelons que, compte-tenu de la liquidité limitée des titres SAPH, une valeur fondée sur sa capitalisation boursière ne peut être présentée qu'à titre informatif.

2.6.3. Analyse à titre informatif de l'objectif de cours des analystes de SAPH

Par ailleurs, SAPH est suivie par un seul analyste, BMCE Capital Bourse.

Dans sa note du 27 novembre 2018, ce dernier propose une recommandation de vente et un objectif de cours de 2 020 XOF, soit 3,08 €²⁵, contre un cours spot au 27 novembre 2018 de 2 650 XOF.

²³ Source : Bloomberg, sur la base d'une moyenne un mois du cours au 14 octobre 2019.

²⁴ Sur la base d'un taux de change XOF/EUR de 655,957.

²⁵ Sur la base d'un taux de change XOF/EUR de 655,957.

Il convient de noter que cet objectif de cours doit être interprété avec prudence, au vu notamment de la date de publication de la note qui ne tient pas compte des événements ayant pu avoir une influence sur le cours de SAPH depuis cette date (publications de résultats notamment).

Ainsi, sur cette base, la Valeur d'Entreprise de SAPH ressortirait à 147,4 M€, soit une Valeur d'Entreprise de SIPH de 459,0 M€ ou 52,2 € par action, soit une prime induite par le Prix de l'Offre de 62,9%.

3. Références de valeur

Nous avons analysé les références de valeur suivantes :

- référence aux conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée réalisée en juin/juillet 2017 (3.1) ;
- référence aux conditions d'acquisitions d'actions SIPH par CFM postérieurement à l'offre publique d'achat simplifiée réalisée en juin/juillet 2017 (3.2) ;
- référence au cours de bourse (3.3) ;
- référence aux objectifs de cours des analystes (3.4).

3.1 Référence aux conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée réalisée en juin/juillet 2017

Nous rappelons que l'offre publique d'achat simplifiée initiée le 6 juin 2017 sur les titres SIPH par CFM, agissant de concert avec SIFCA, a été réalisée au prix de **85 euros par action**.

3.2 Référence aux conditions d'acquisitions d'actions SIPH par CFM postérieurement à l'offre publique d'achat simplifiée de juin/juillet 2017

Postérieurement à l'offre publique d'achat simplifiée réalisée en juin/juillet 2017, l'Initiateur (CFM) a procédé à l'acquisition d'un total de 123 836 actions SIPH pour un prix compris, pour chaque transaction, entre 81,2 € et 85,0 € par action. Le prix moyen pondéré par les volumes ressort à 83,1 € par action.

Acquisitions d'actions SIPH auxquelles CFM a procédé postérieurement à l'OPAS de juin/juillet 2017

Période	Date de début	Date de fin	Prix moyen pondéré par les volumes (€)	Prix le plus haut (€)	Prix le plus bas (€)	Nombre d'actions achetées	Prix d'achat total (M€)
Depuis fin OPAS	02/08/2017	24/12/2018	83,1	85,0	81,2	123 836	10,3
2018	04/01/2018	24/12/2018	82,5	85,0	81,2	86 844	7,2
2017	02/08/2017	21/12/2017	84,5	85,0	82,4	36 992	3,1

Source : Données Kepler Cheuvreux communiquées par la Société.

Note : Nous comprenons que CFM n'a procédé à aucune acquisition d'actions SIPH en 2019.

Le Prix d'offre (85 €) fait ainsi ressortir :

- une prime comprise entre 0% (prix maximum) et 4,7% (prix minimum) sur la base des prix auxquels ces transactions ont été effectuées ;
- une prime de 2,2% par rapport au prix moyen pondéré par les volumes.

3.3 Référence au cours de bourse de SIPH

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché d'Euronext Paris.

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse de SIPH en distinguant deux périodes :

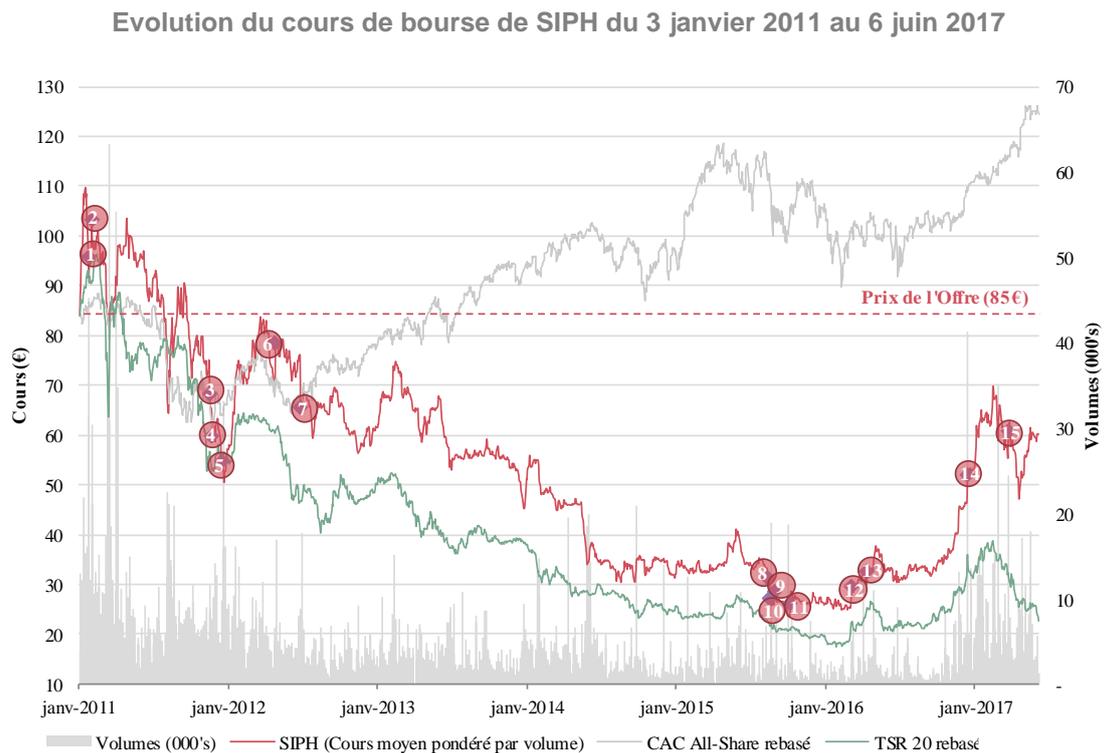
- la première débute le 3 janvier 2011, année au cours de laquelle le cours du caoutchouc a atteint un pic (5,75\$ le 14 février 2011), et se termine le jour de l'annonce de l'OPAS, soit le 6 juin 2017 (3.3.1) ;
- la deuxième débute le 13 juillet 2017, soit le lendemain de la fin de l'OPAS, et se termine le 4 octobre 2019 (3.3.2).

Les analyses ont été effectuées en mettant en perspective du cours de bourse, les volumes échangés, le cours du caoutchouc (TSR 20), et l'évolution d'un indice boursier dans lequel est inclus SIPH (CAC All-Share).

Nous avons ensuite déterminé les primes offertes par le Prix de l'Offre sur différentes périodes se terminant le dernier jour de négociation précédant le dépôt de projet de l'Offre, soit le 14 octobre 2019 (3.3.2).

3.3.1. Analyse du cours de bourse de SIPH pendant la période antérieure à l'OPAS (3 janvier 2011-6 juin 2017)

Dans cette partie, nous analysons le cours de bourse de SIPH pendant la période antérieure à l'OPAS, c'est-à-dire du 3 janvier 2011 (le cours du caoutchouc atteint un pic à 5,75 \$ le 14 février 2011), au jour de l'annonce de l'OPAS le 6 juin 2017.



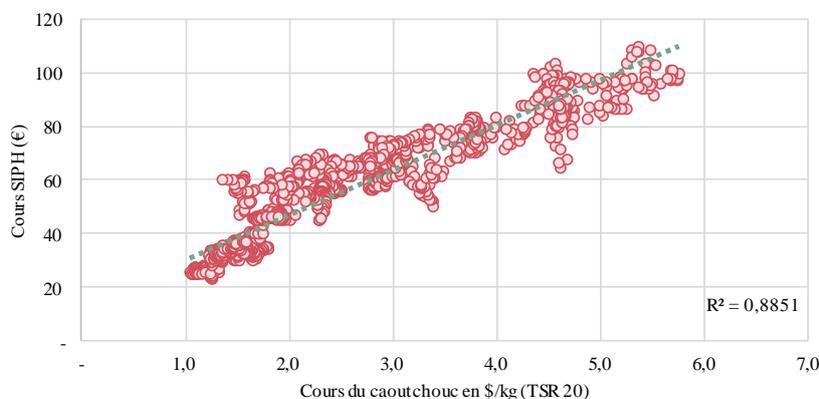
Sources : Bloomberg au 4 octobre 2019, Presse, SIPH.

Note : Analyse effectuée du 3 janvier 2011 au 6 juin 2017.

Légende	Date	Evènement
1	24/01/2011	Appel au boycott des exportations ivoiriennes de cacao et de café lancé par Alassane Ouattara et craintes liées à un conflit en Côte d'Ivoire
2	01/02/2011	Article indiquant du Journal des Finances indiquant que la demande mondiale de caoutchouc est tirée par la Chine et par l'Inde
3	17/11/2011	SIPH anticipe une moindre performance en 2012 par rapport à 2011
4	23/11/2011	
5	15/12/2011	Décrochages du cours de bourse en lien avec la baisse des cours du caoutchouc
6	26/04/2012	Publication de bons résultats pour l'exercice 2011, en lien avec le cycle haussier du cours du caoutchouc observé au début de l'année
7	26/06/2012	SIPH anticipe une baisse de la consommation mondiale de caoutchouc
8	13/08/2015	Publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2015, impacté par la baisse des cours du caoutchouc
9	19/08/2015	Midcap Partners réduit son objectif de cours de 33€ à 28€
10	31/08/2015	Publication des résultats du premier semestre 2015, qui montrent des marges en progression grâce à la politique de réduction de coûts
11	08/10/2015	La Réserve fédérale des États-Unis a conforté la vision des investisseurs selon laquelle elle n'était pas encore prête à remonter ses taux
12	07/03/2016	Midcap Partners relève son objectif de cours de 26€ à 32€
13	13/04/2016	Le rebond du cours du caoutchouc pousse Les Echos Investir à passer à l'achat sur le titre
14	14/12/2016	La hausse des cours du caoutchouc, liée notamment aux statistiques de ventes automobiles, pousse Midcap Partners à relever son objectif de cours
15	24/03/2017	Publications des résultats 2016, affichant une amélioration du résultat opérationnel courant, grâce notamment à la hausse de ventes et une meilleure maîtrise des coûts

Ainsi, outre certains événements exogènes (politique monétaire, contexte politique en Afrique, etc.) et liés à la Société, le cours de bourse de SIPH apparaît fortement influencé par l'évolution du cours du caoutchouc. A ce titre, l'analyse de corrélation présentée ci-après montre que le coefficient de détermination (R^2) entre le cours de SIPH et le cours du caoutchouc (en \$/kg) ressort à 0,89 entre le 3 janvier 2011 et le 6 juin 2017.

Analyse de la corrélation entre le cours de SIPH et le cours du caoutchouc du 3 janvier 2011 au 6 juin 2017

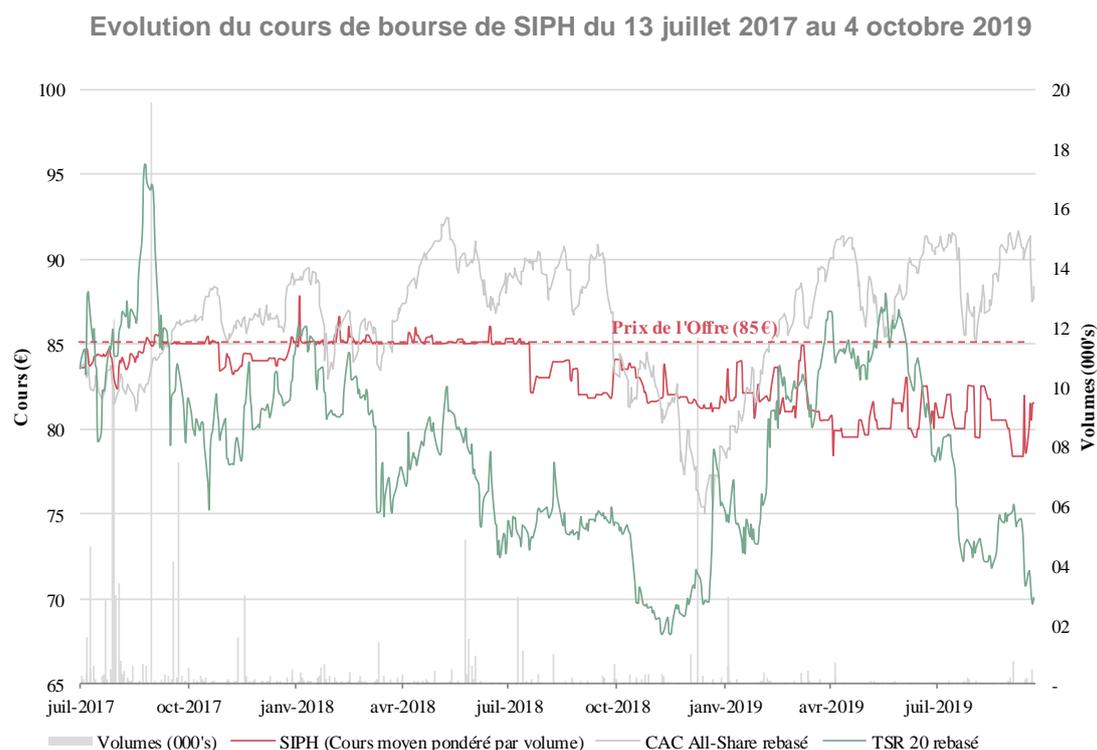


Source : Bloomberg au 4 octobre 2019.

Note : Analyse effectuée du 3 janvier 2011 au 6 juin 2017.

3.3.2. Analyse du cours de bourse de SIPH depuis la fin de l'OPAS

A contrario, l'analyse de l'évolution du cours de bourse suite de l'OPAS de 2017 met en évidence que ses variations ne semblent plus être autant influencées par les mouvements du cours du caoutchouc.

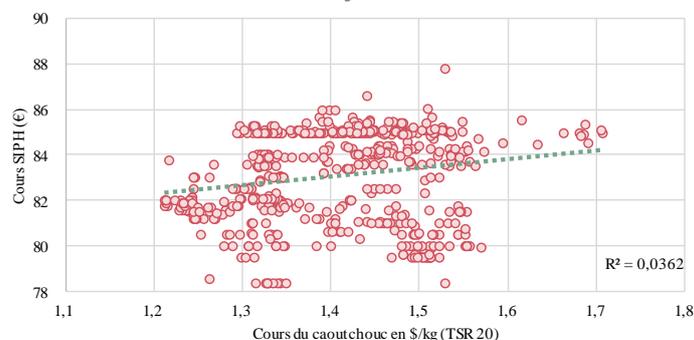


Sources : Bloomberg au 4 octobre 2019.

Note : Analyse effectuée du 13 juillet 2017 au 4 octobre 2019.

D'ailleurs, le coefficient de détermination apparaît très faible entre le 13 juillet 2017 et le 4 octobre 2019, comme en atteste le graphique ci-après.

Analyse de la corrélation entre le cours de SIPH et le cours du caoutchouc du 13 juillet 2017 au 4 octobre 2019



Source : Bloomberg au 4 octobre 2019.

Note : Analyse effectuée du 13 juillet 2017 au 4 octobre 2019.

La liquidité d'un titre dépend notamment de la taille relative du flottant²⁶ par rapport au nombre de titres de la société, mais aussi de la fréquence des transactions :

- or, le flottant, qui représentait 20,60% du capital au 6 juin 2017²⁷, ne représente plus que 8,40% du capital au 30/06/2019²⁸. A titre de comparaison, pour être admise à l'un des trois compartiments du marché réglementé Eurolist (A, B et C), une société doit avoir un flottant qui représente au moins 25% du capital, ou 5% si la diffusion de titres représente un montant d'au moins 5 M€²⁹ ;
- la fréquence des transactions peut notamment être appréciée au travers du taux de rotation du flottant, soit le nombre de titres échangés sur une période, divisé par le nombre de titres composant le flottant.

Or, au cours des 12 derniers mois³⁰, 28 750 actions ont été échangées, soit un taux de rotation du flottant de 6,8%. A titre de comparaison :

- > sur la période précédant l'OPAS (du 3 janvier 2011 au 6 juin 2017), le volume moyen quotidien d'échanges était de 3 783 titres et le taux de rotation du flottant de 93% ;
- > pour être intégrée à un indice CAC, une société doit notamment avoir un taux de rotation annuel du flottant de 20% minimum³¹.

Ainsi, il ressort de ces analyses que, depuis l'OPAS de 2017, le titre SIPH n'est plus corrélé au cours du caoutchouc et présente une rotation du flottant et une liquidité significativement moindres.

²⁶ Le flottant correspond à la part du capital d'une société cotée en bourse qui n'est pas détenue par des actionnaires stables dont on présume qu'ils ne céderont pas à court terme leurs actions. Le flottant correspond donc à la part du capital d'une société qui est susceptible, à relativement court terme, d'être cédée en bourse.

²⁷ Le capital de la Société était composé de 5 060 790 actions dont 2 813 410 détenues par SIFCA et 1 205 056 détenues par CFM (Source : Note d'information du 6 juin 2017).

²⁸ Le capital de la Société est composé de 5 060 790 actions dont 2 813 410 détenues par SIFCA et 1 822 344 par CFM (Source : Rapport financier semestriel 2019).

²⁹ Bourse : La cotation en pratique, NYSE Euronext, 4 juin 2010.

³⁰ Analyse menée au 4 octobre 2019.

³¹ Règles des indices CAC®, 2018.

3.3.3. Analyse des primes extériorisées par le Prix de l'Offre

Le tableau ci-après présente l'analyse des primes extériorisées par le Prix de l'Offre.

Analyse des primes extériorisées par le Prix de l'Offre de 85€

Période	Date de début	Date de fin	Cours moyen pondéré par les volumes (€)	Cours le plus haut (€)	Cours le plus bas (€)	Prime par rapport au Prix de l'Offre		
						Cours moyen pondéré par les volumes	Cours le plus haut	Cours le plus bas
CMP V	11/10/2019		78,6			+8,2%		
1 mois	15/09/2019	11/10/2019	79,7	82,0	78,4	+6,6%	+3,7%	+8,5%
2 mois	15/08/2019	11/10/2019	79,9	82,5	78,4	+6,4%	+3,0%	+8,5%
3 mois	15/07/2019	11/10/2019	80,2	82,5	78,4	+5,9%	+3,0%	+8,5%
6 mois	15/04/2019	11/10/2019	79,8	83,0	77,6	+6,5%	+2,4%	+9,5%
12 mois	15/10/2018	11/10/2019	80,7	84,1	77,6	+5,3%	+1,1%	+9,5%

Source : Société, Bloomberg au 14 octobre 2019.

Notes :

- Analyses menées sur les cours moyens pondérés par les volumes.
- En raison de l'absence d'échanges le 14 octobre 2019, le dernier cours moyen pondéré par les volumes présenté correspond à celui du 11 octobre 2019.

Compte tenu du niveau de flottant et de la faible liquidité du titre SIPH, la pertinence de la référence au cours de bourse est limitée. Le Prix de l'Offre (85 €) fait ressortir une prime comprise :

- **entre 5,9% et 8,2% sur la base du cours moyen pondéré par les volumes au 11 octobre 2019 et des cours moyens pondérés par les volumes sur des périodes comprises entre 1 mois et 6 mois ;**
- **entre 2,4% et 9,5% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes les plus hauts et les plus bas sur des périodes comprises entre 1 mois et 6 mois.**

3.4 Référence aux objectifs de cours des analystes

SIPH est suivi par un seul bureau d'analyse financière, Louis Capital Markets.

Depuis l'offre publique d'achat simplifiée de 2017, le rythme de publication a ralenti. Nous n'avons ainsi identifié que deux notes de recherche sur les douze derniers mois, en date du 13 novembre 2018 et du **27 février 2019**.

Dans cette dernière note, Louis Capital Markets retient un **prix cible de 85 euros par action**, avec une recommandation « neutre » et indique :

« Le groupe SIPH publiait hier son CA 2018. A 297M€ (-16%) celui-ci est inférieur à nos attentes et reflète notamment une accentuation de la baisse des cours sur le dernier trimestre 2018 (-14%) ainsi qu'une augmentation des stocks, la production sur l'ensemble de l'année étant en hausse de 7% alors que les tonnages vendus ne sont en hausse que de 3,9%.

Les perspectives restent limitées à court terme, le groupe ayant choisi de poursuivre ses investissements pour augmenter sa production malgré le bas de cycle.

Rappelons qu'après son dernier rachat de bloc, le concert Michelin-SIFCA détient plus de 91% du capital et plus de 95% des droits de vote de la société. Dans ce contexte le prix de leur dernière offre demeure une référence, raison du maintien de notre recommandation Neutre et de notre objectif de cours de 85€. Nos prévisions pour 2019 sont ajustées suite à la prise en compte des derniers cours et du rebond entamé depuis le début de l'année avec notamment un CA attendu à 344 M€ (vs. 286 M€) ».

V. ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE

A l'exception des deux accords mentionnés ci-après, aucun autre accord connexe (article 261-1 du Règlement général de l'AMF, 4^{ème} alinéa) susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du Prix de l'Offre n'a été porté à notre attention.

Nous avons eu communication du Protocole d'accord et du Pacte d'actionnaires en date du 14 octobre 2019 qui seront signés à cette même date.

1. Protocole d'Accord conclu le 14 octobre 2019 par CFM et SIFCA

Le 14 octobre 2019, CFM et SIFCA ont conclu un nouveau protocole d'accord (ci-après « le Protocole d'Accord »), aux termes duquel :

- elles entendent continuer à agir de concert à l'égard de SIPH ;
- elles ont décidé :
 - > que CFM, de concert avec SIFCA, dépose auprès de l'AMF l'Offre publique de retrait suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire ;
 - > d'adapter en conséquence leurs relations au sein de SIPH en concluant, concomitamment à la signature du Protocole d'Accord, un nouveau pacte d'actionnaires (cf. § V.2 infra – ci-après « le Pacte d'actionnaires »).

Le Protocole d'Accord organise ainsi les modalités (i) du lancement du projet d'Offre par CFM et (ii) de participation de chacune des deux parties à cette opération.

Le Protocole d'Accord prévoit notamment des engagements :

- de conservation : SIFCA et CFM s'engagent à ne pas transférer de quelque manière que ce soit leur participation dans SIPH (y compris par apport à offre publique) jusqu'à la mise en œuvre du retrait obligatoire ;
- d'abstention : SIFCA s'engage à ne pas faciliter une offre émanant d'un tiers autre que CFM, notamment (i) une offre concurrente à l'Offre publique ou (ii) l'acquisition de tout ou partie des actions visées autrement que dans le cadre de l'Offre publique ;
- de coopération : SIFCA et CFM s'engagent faire tous leurs meilleurs efforts et à collaborer en vue de la réalisation de l'Offre publique ;

- concernant le Pacte d'actionnaires et les statuts : SIFCA et CFM sont convenues des adaptations à faire sur le Pacte d'Actionnaires après 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.

2. Pacte d'actionnaires conclu le 14 octobre 2019 par CFM, SIFCA, Parme Investissement et Immoriv, en présence de SIPH

SIFCA, Parme Investissements et Immoriv³² et CFM ont conclu le 14 octobre 2019, en présence de SIPH, un pacte d'actionnaires (ci-après 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 celui conclu le 6 juin 2017 entre SIFCA, CFM, Parme Investissements et Immoriv.

Le Pacte d'Actionnaires est conclu pour une durée allant jusqu'au 6 juin 2022 et sera reconduit automatiquement pour une nouvelle durée de cinq 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 après 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.

Le Pacte d'Actionnaires prévoit notamment :

- **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 ;

³² Parme Investissements et Immoriv sont les actionnaires historiques de référence de SIFCA.

- > 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 ;
- **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 ;
- **engagement de maintien du niveau de participation** : Parme Investissement et Immoriv 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 ;
- **promesse d'achat / option de vente totale au bénéfice de CFM** : en cas de violation par Parme Investissement et Immoriv 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 ;
- **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 :
 - > Parme Investissement et Immoriv 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 ;
- **cession de titres SIPH par SIFCA à une Personne Indésirable** : SIFCA s'interdit d'effectuer une cession de titres SIPH à une Personne Indésirable ;
- **cession de titres SIPH par CFM à une personne qui exercerait à titre principal une activité concurrente à celle 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 celle de SIPH ;

- **ventes à terme :**

- > **vente à terme 2017 :**

Le 6 juin 2017, dans le cadre de l'OPAS de 2017, CFM a cédé à SIFCA 123 360 actions SIPH correspondant à environ 25% des actions de la Société apportées à l'OPAS de 2017, au prix de l'OPAS (85 €) et dont le transfert interviendra le 12 juillet 2022.

Le 12 janvier 2020, puis à l'issue de chaque période de six mois à compter du 12 janvier 2020, 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.

- > **vente à terme 2019 :**

Il est prévu que CFM cède à SIFCA un nombre d'actions SIPH égal à :

- 30 955 actions SIPH correspondant à environ 25% du nombre d'actions SIPH qui ont été acquises par CFM depuis la date de clôture de l'OPAS de 2017, à un prix par action correspondant au prix moyen par action pondéré par les volumes d'acquisition, frais de courtage inclus, des actions SIPH acquises par CFM depuis la date de clôture de l'OPAS de 2017, soit 83,26 euros par action SIPH, payable exclusivement en numéraire, et ;
- 106 255 actions SIPH correspondant à environ 25% du nombre d'actions SIPH qui seront apportées à CFM dans le cadre de l'Offre (y compris le cas échéant dans le cadre des dispositions de l'article 231-38 IV du Règlement général de l'AMF) et transférées à CFM dans le cadre du Retrait Obligatoire, au prix par action SIPH auquel sera réalisée l'Offre Publique 2019, payable exclusivement en numéraire ;

Le transfert des actions SIPH interviendra au plus tard lors du cinquième anniversaire de la date de clôture de l'Offre, étant toutefois précisé qu'à l'issue de chaque période de six mois à compter de la clôture de l'Offre, SIFCA pourra, à son option, se faire transférer par anticipation, un ou plusieurs cinquièmes dudit nombre d'actions SIPH objet de la vente à terme

Ainsi, l'ensemble de ces éléments – à savoir les deux accords connexes à l'Offre (article 261-1 du Règlement général de l'AMF, 4^{ème} alinéa) que nous avons étudiés, i.e. le Protocole d'accord et le Pacte d'actionnaires - et notamment le fait que les prix des ventes à terme à SIFCA correspondent aux conditions d'acquisition des titres

par CFM, ne sont pas de nature à affecter l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre.

VI. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Nous avons eu communication du rapport d'évaluation établi par ODDO BHF (ci-après l'« Établissement présentateur »).

1. Méthodes et références écartées

Comme nous, ODDO BHF a écarté les méthodes et références suivantes :

- méthode des multiples de comparables boursiers ;
- méthode des multiples de transactions comparables ;
- méthode de l'actualisation des dividendes ;
- méthode de l'actif net réévalué ;
- référence à l'actif net comptable.

ODDO BHF a également mentionné les valeurs des titres SIPH dans les comptes de Michelin et de SIFCA, en précisant que celles-ci n'étaient pas pertinentes comme références de valeur.

2. Méthodes et références retenues

En matière de choix des méthodes et des références, ODDO BHF a, comme nous :

- mis en œuvre une méthode par somme des parties, fondée à titre principal sur les DCF ;
- retenu les références suivantes :
 - > la référence au cours de bourse ;
 - > la référence aux objectifs de cours des analystes ;
 - > la référence aux transactions récentes sur le capital, à savoir (i) les acquisitions de titres par CFM au cours des 24 derniers mois et (ii) l'OPAS de juin 2017.

ODDO BHF met en œuvre à titre principal la méthode par somme des parties, avec à titre indicatif, la valeur induite par (i) la valeur de marché de SAPH et (ii) par l'objectif de cours de l'analyste sur SAPH. Sorgem, quant à elle, ne présente ces analyses qu'à titre informatif.

3. A titre principal, méthode DCF par somme des parties

La mise en œuvre par ODDO BHF de la méthode DCF par somme des parties conduit à une valeur centrale de 75,4 euros très proche (moins de 3% d'écart) de celle qui ressort de nos analyses (77,6 euros).

Nous comprenons que les travaux d'ODDO BHF s'appuient, comme les nôtres, sur le plan d'affaires du Management.

Les écarts de Valeurs d'Entreprise entre nos travaux et ceux de l'Etablissement présentateur s'expliquent essentiellement comme suit :

- ODDO BHF a retenu une date d'évaluation différente de la nôtre ;
- ODDO BHF a retenu les taux effectifs d'imposition observés sur les plans d'affaires, alors que nous avons retenu des taux normatifs, ces derniers étant toutefois assez proches ;
- la méthodologie de calcul des flux de trésorerie au premier semestre 2019 diffère sur la prise en compte des provisions et de l'impôt retenu ;
- les hypothèses retenues pour la normalisation diffèrent (notamment taux de croissance à long terme, taux de marge, niveaux de capex) ;
- les taux d'actualisation par société retenus diffèrent à la fois en termes de méthodologie de construction et de sources utilisées, et ressortent en moyenne pondérée à près de 4 points supérieurs aux nôtres. Nous précisons qu'ODDO BHF ne prend pas en compte de facteur de risque sur les flux et que la prise en compte par Sorgem d'un tel facteur est équivalente à retenir un incrément de taux d'actualisation du même ordre que l'écart constaté sur les taux.

Hors intérêts minoritaires³³ et ajustement lié au flux de trésorerie entre le 30 juin et le 30 septembre 2019³⁴, la détermination des éléments de passage entre la Valeur d'Entreprise et la valeur des titres est identique entre nos travaux (93,5M€) et ceux d'ODDO BHF (93,6 M€), à l'exception des trois écarts non significatifs suivants :

- ODDO BHF a pris en compte le poste « autres passifs financiers courants - comptes en devises » (0,1 M€), alors que nous avons considéré qu'il était assimilable à du besoin en fonds de roulement ;
- ODDO BHF a pris en compte des dettes d'impôts sur le résultat (0,1 M€), alors que nous avons considéré qu'elles étaient assimilables à du besoin en fonds de roulement ;

³³ Les écarts sur les intérêts minoritaires s'expliquent par les mêmes facteurs que ceux mentionnés supra pour les différences sur les Valeurs d'Entreprise.

³⁴ Notre Date de valorisation est au 14 octobre 2019, tandis que celle d'ODDO BHF est au 30 juin 2019.

- ODDO BHF a retenu un montant d'économies d'impôts sur les provisions à caractère de dette très légèrement différent du nôtre, en raison de divergences sur les taux d'imposition retenus.

4. Références présentées à titre indicatif

4.1 Référence aux conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée réalisée en juin/juillet 2017

De manière identique à ODDO BHF, nous rappelons que l'offre publique d'achat simplifiée initiée le 6 juin 2017 sur les titres SIPH par CFM, agissant de concert avec SIFCA, a été réalisée au prix de 85 euros par action.

4.2 Référence aux conditions d'acquisitions d'actions SIPH par CFM postérieurement à l'offre publique d'achat simplifiée de juin/juillet 2017

Comme l'Etablissement présentateur, nous avons mené une analyse des acquisitions d'actions SIPH réalisées par CFM.

L'approche d'analyse menée par ODDO BHF est similaire à la nôtre, avec néanmoins des périodes d'analyse qui diffèrent : 24 derniers mois chez ODDO BHF, contre un début d'analyse chez Sorgem le 2 août 2017, c'est-à-dire après l'OPAS.

4.3 Référence au cours de bourse de SIPH

Comme l'Etablissement présentateur, nous avons mené une analyse sur l'évolution du cours de bourse de la Société et avons mis en exergue que, depuis l'OPAS de 2017, il n'est plus fortement corrélé au cours du caoutchouc et présente une rotation du flottant et une liquidité significativement moindres ; raisons pour lesquelles ODDO BHF, comme nous, présentons la référence au cours de bourse uniquement à titre indicatif.

L'approche d'analyse du cours de bourse présentée par ODDO BHF est similaire à la nôtre, avec néanmoins (i) des périodes d'analyse qui diffèrent³⁵ et (ii) la présentation de

³⁵ 20 jours, 60 jours, 120 jours et 250 jours pour ODDO BHF vs. 1 mois, 2 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois pour Sorgem.

cours de clôture au titre des cours les plus hauts et les plus bas chez ODDO BHF, contre des cours moyens pondérés par les volumes chez Sorgem.

4.4 Référence aux objectifs de cours des analystes

De manière identique à ODDO BHF, nous présentons l'objectif de cours de 85 euros par action présenté par Louis Capital Markets dans sa dernière note en date du 27 février 2019.

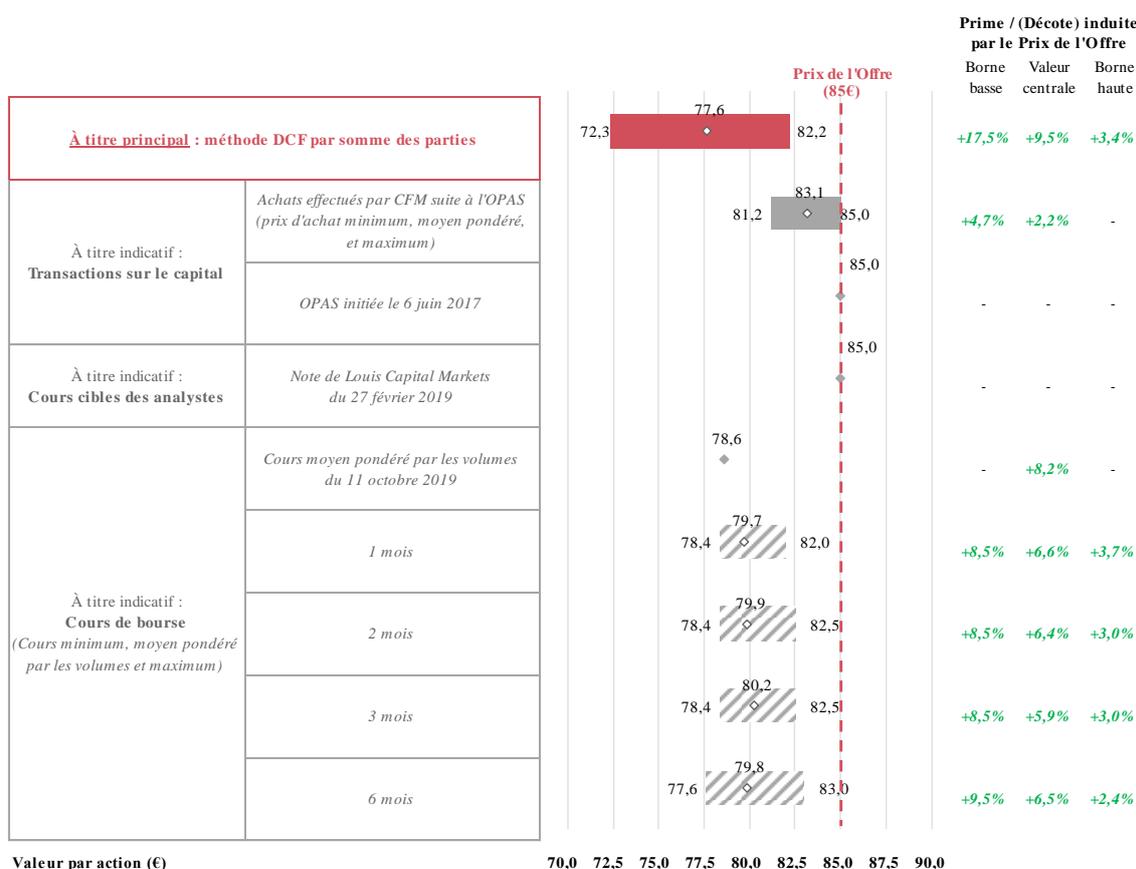
VII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés par le Conseil d'administration de SIPH en application de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF.

Au regard du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur, agissant de concert avec SIFCA, et de ses intentions annoncées vis-à-vis de la Société, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- l'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre publique de retrait. Ses actions non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur si le retrait obligatoire (RO) est mis en œuvre, ce qui sera le cas en l'espèce : le Concert détenant 91,6% du capital et 94,8% des droits de vote, il pourra procéder au retrait de cote quels que soient les résultats de l'Offre ;
- il existe des accords connexes à l'Offre (article 261-1 du Règlement général de l'AMF, 4^{ème} alinéa) que nous avons étudiés, à savoir le Protocole d'accord et le Pacte d'actionnaire. Ils ne sont pas de nature à affecter l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre.

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation de SIPH est présentée ci-après (en € / action).



Ainsi, le prix d'Offre de 85 euros :

- est supérieur de 9,5% à la valeur centrale de notre analyse DCF par somme des parties (77,6 €) et de 3,4% par rapport à la borne haute (82,2 €) ;
- est identique au prix auquel a été réalisée l'offre publique d'achat simplifiée initiée le 6 juin 2017 sur les titres SIPH par le groupe Michelin, via sa filiale CFM, agissant de concert avec SIFCA ;
- par référence aux conditions d'acquisitions d'actions SIPH par CFM postérieurement à l'offre publique d'achat simplifiée de juin/juillet 2017, extériorise une prime comprise entre 0% (prix maximum) et 4,7% (prix minimum), pour une prime de 2,2% par rapport au prix moyen pondéré par les volumes ;
- fait ressortir une prime comprise entre 2,4% et 9,5% sur la base de l'analyse du cours de bourse de SIPH ;
- correspond au prix cible retenu par Louis Capital Markets, seul analyste de recherche suivant SIPH, dans sa note du 27 février 2019.

Dans ces conditions, nous considérons donc que le prix de 85 € par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable pour les actionnaires de la Société, notamment en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire par l'Initiateur, agissant de concert avec SIFCA.

Fait à Paris, le 14 octobre 2019

Pour Sorgem Evaluation



Maurice Nussenbaum
Président Sorgem Evaluation

Annexes

1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Offre ;
- Analyse des comptes consolidés de la Société depuis 2011 ;
- Entretiens avec la Société sur les points suivants :
 - > Description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
 - > Présentation et explication des circonstances de la performance historique ;
 - > Présentation du plan d'affaires 2019-2043 ;
- Mise en œuvre de l'évaluation de la Société :
 - > A titre principal : évaluation de la Société par une approche de somme des parties par la méthode DCF ;
 - > A titre de références : référence au cours de bourse, référence aux objectifs de cours des analystes et référence aux transactions récentes sur le capital, à savoir (i) les acquisitions de titres par CFM au cours des 24 derniers mois et (ii) l'OPAS de juin 2017 ;
- Analyse des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par l'Etablissement présentateur dans le cadre des éléments d'appréciation du Prix d'Offre ;
- Entretiens avec le Comité ad hoc ;
- Rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante ;
- Rédaction du présent rapport d'expertise indépendante.

2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à échanger avec les personnes suivantes :

SIPH

Mme Frédérique Varennes : Secrétaire Générale SIPH

M. Bertrand Vignes : Directeur Général de SIPH

Mme Anabelle Tavares : Responsable Juridique et Administratif SIPH

Comité ad hoc

M. Olivier de Saint Seine : Administrateur

M. Bernard Diguët : Censeur

SIFCA

M. Nicolas Chabot : Directeur Général Adjoint SIFCA en charge des Finances

ODDO BHF (Etablissement présentateur)

M. Romain Attard : Executive Director – Head of Public M&A / ECM France

M. Jean-Côme Renard : Associate

Gide (Conseil juridique de l'Initiateur)

M^e Antoine Tézenas du Montcel : Avocat au Barreau de Paris et Associé

M^e Arthur Debourdeaux : Avocat au Barreau de Paris

FTPA (Conseil juridique de SIPH)

M^e Alexandre Omaggio : Avocat aux Barreaux de Paris et New York et Associé

M^e François-Xavier Beauvisage : Avocat et Associate

3. Principaux documents et informations utilisés

Documents	Source
Comptes de SIPH	SIPH
Plan d'affaires 2019-2043	SIPH
Projet de note d'information conjointe	ODDO BHF / Conseils juridiques
Rapport d'évaluation de l'Etablissement présentateur	ODDO BHF
Note d'information relative à l'OPAS de 2017 comprenant notamment le rapport de l'Expert indépendant Associés en Finance	SIPH / Associés en Finance
Note d'information relative à l'OPAS de 2017 comprenant notamment les éléments d'appréciation du prix de l'offre par ODDO BHF	CFM
Données de marché (cours de bourse, consensus)	Bloomberg, Thomson Eikon
Notes d'analystes	Bloomberg, Thomson Eikon
Informations financières sur les sociétés citées dans le rapport	Bloomberg, Mergermarket, sites Internet, Thomson Eikon
Analyse de marché	LMC International, International Rubber Study Group

4. Calendrier de l'étude

- Etablissement d'une lettre de mission : 6 septembre 2019.
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le Conseil d'administration : 5 septembre 2019.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse, échanges avec la Société et l'Etablissement présentateur et rédaction du projet de rapport : du 11 septembre au 14 octobre 2019.
- Obtention de lettres d'affirmation et remise de la version finale de notre rapport : 14 octobre 2019.

5. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 105 000 euros hors taxes.

6. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SIPH

6.1 Constitution d'un comité *ad hoc*

Afin de se conformer aux meilleures pratiques en termes de gouvernance, le Conseil d'administration de la Société a décidé, conformément à la recommandation AMF n°2006-15 et à l'article R. 225-29 alinéa 2 du Code de commerce, de constituer un comité *ad hoc*, composé de Monsieur Olivier de Saint Seine (Administrateur) et Monsieur Bernard Diguët (Censeur), ayant pour mission de superviser les travaux de l'expert indépendant désigné en application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

A l'issue de ses travaux, le comité a présenté ses conclusions au Conseil d'administration de la Société qui les a prises en considération dans son avis motivé.

6.2 Avis motivé adopté par le Conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 14 octobre 2019 afin d'examiner le projet d'Offre et de donner leur appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Sur 7 membres en fonction, étaient présents ou représentés à cette réunion 7 administrateurs, à savoir :

- Monsieur Pierre Billon, Président
- Monsieur Alassane Doumbia, Administrateur
- Madame Frédérique Varennes, représentant permanent de SIFCA SA, Administrateur
- Madame Lucie Barry-Tannous, représentant permanent d'IMMORIV SA, Administrateur
- Monsieur Thierry Serres, représentant permanent de Michelin Finance (Pays-Bas) B.V., Administrateur
- Madame Anne Perrier-Rosier, représentant permanent de TRANSITYRE B.V., Administrateur
- Monsieur Olivier de Saint Seine, Administrateur

Participait également à la réunion, Monsieur Bernard Diguët, en qualité de censeur.

Monsieur Pierre Billon, Monsieur Alassane Doumbia, Madame Frédérique Varennes, en qualité de représentant permanent de SIFCA, IMMORIV SA (représentée par Monsieur Pierre Billon), Monsieur Thierry Serres, en qualité de représentant permanent de Michelin Finance (Pays-Bas) B.V. et Madame Anne Perrier-Rosier, en qualité de représentant permanent de TRANSITYRE B.V. ont voté conformément au sens dégagé par le vote de Monsieur Olivier de Saint Seine, seul administrateur ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêt au regard du projet d'Offre impliquant la Société.

L'avis motivé suivant du Conseil d'administration a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil d'administration participant au vote.

L'extrait du procès-verbal concernant l'avis motivé est reproduit ci-après :

« 1.1 Analyse de l'Offre

Le Conseil d'administration prend acte des modalités de l'Offre et des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans le Projet de Note d'Information. S'agissant des modalités, il relève notamment que :

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

- *l'Offre Publique de Retrait, qui sera ouverte pendant 10 jours de négociation, porte sur la totalité des actions SIPH admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris - Compartiment B sous le code ISIN FR0000036857 (Mnémonique: SIPH), non détenues, directement ou indirectement, par le Concert, soit un nombre maximum de 425.036 actions représentant 8,40% du capital et 5,17% des droits de vote de la Société ;*
- *dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions de SIPH non apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au prix par action SIPH offert dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait, nette de tous frais ;*
- *la contrepartie proposée par action de la Société tant pour l'Offre que pour le retrait obligatoire serait un prix en numéraire de 85 euros par action de la Société.*

Le Président invite ensuite le Comité ad hoc à présenter le résultat de ses travaux.

Monsieur Olivier de Saint Seine fait une synthèse du compte-rendu des travaux du Comité ad hoc, qui a été mis à la disposition des Administrateurs. Il indique en particulier que le Comité ad hoc s'est réuni à deux reprises en présence de l'Expert Indépendant, et a été assisté dans ses travaux par le conseil juridique de la Société : le cabinet FTPA, représenté par Me. Alexandre Omaggio.

Monsieur Olivier de Saint Seine précise que le Comité ad hoc a notamment constaté que l'Expert Indépendant a eu accès à toutes les informations demandées dans le cadre de ses travaux, a pu échanger avec la direction générale et la direction financière de la Société ainsi qu'avec la banque présentatrice, et que, plus généralement, l'Expert Indépendant n'a pas fait état de difficultés dans le cadre de ses travaux pour mener à bien la mission confiée. Il ajoute que le Comité a également constaté que l'Expert Indépendant a retenu les mêmes méthodes de valorisation que la banque présentatrice et a abouti à une valorisation proche de celle-ci par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie. Le Comité a enfin constaté que l'Expert Indépendant concluait, sans ambiguïté, au caractère équitable du prix offert au titre de l'Offre, y compris en cas de retrait obligatoire.

Le Président remercie Monsieur Olivier de Saint Seine pour cette synthèse et les membres du Comité ad hoc pour leurs travaux.

Il propose ensuite à Messieurs Maurice Nussenbaum et Florent Myara, représentants de Sorgem, de présenter leurs travaux.

Messieurs Maurice Nussenbaum et Florent Myara énoncent les méthodes et références écartées et la méthode et les références retenues, dont la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futures (DCF) par somme des parties retenue à titre principal. Ils précisent ensuite que les accords connexes à l'Offre étudiés ne sont pas de nature à affecter l'appréciation du caractère équitable du prix de l'Offre. Ils concluent leur intervention en indiquant que le prix de 85 € par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable pour les actionnaires de la Société, notamment en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire par l'Initiateur, agissant de concert avec SIFCA.

Le Président remercie Messieurs Maurice Nussenbaum et Florent Myara pour leur intervention.

Le Conseil d'administration prend acte des principales conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, qui sont les suivantes :

« Ainsi, le prix d'Offre de 85 euros :

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

- *est supérieur de 9,5% à la valeur centrale de notre analyse DCF par somme des parties (77,6 €) et de 3,4% par rapport à la borne haute (82,2 €) ;*
- *est identique au prix auquel a été réalisée l'offre publique d'achat simplifiée initiée le 6 juin 2017 sur les titres SIPH par le groupe Michelin, via sa filiale CFM, agissant de concert avec SIFCA ;*
- *par référence aux conditions d'acquisitions d'actions SIPH par CFM postérieurement à l'offre publique d'achat simplifiée de juin/juillet 2017, extériorise une prime comprise entre 0% (prix maximum) et 4,7% (prix minimum), pour une prime de 2,2% par rapport au prix moyen pondéré par les volumes ;*
- *fait ressortir une prime comprise entre 2,4% et 9,5% sur la base de l'analyse du cours de bourse de SIPH ;*
- *correspond au prix cible retenu par Louis Capital Markets, seul analyste de recherche suivant SIPH, dans sa note du 27 février 2019.*

Dans ces conditions, nous considérons donc que le prix de 85 € par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable pour les actionnaires de la Société, notamment en cas de mise en oeuvre du retrait obligatoire par l'Initiateur, agissant de concert avec SIFCA. »

Puis, le Président propose au Conseil d'administration d'arrêter les termes de l'avis motivé conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.

2.1 Avis motivé

Pour les raisons précédemment indiquées, Monsieur Pierre Billon, Monsieur Alassane Doumbia, Madame Frédérique Varennes, en qualité de représentant permanent de SIFCA, IMMORIV SA (représentée par Monsieur Pierre Billon dans le cadre de la présente réunion), Monsieur Thierry Serres, en qualité de représentant permanent de Michelin Finance (Pays-Bas) B.V. et Anne Perrier-Rosier, en qualité de représentant permanent de TRANSITYRE B.V. ont voté conformément au sens dégagé par le vote de Monsieur Olivier de Saint Seine, aux seules fins de permettre le respect des règles de quorum et de majorité prévues par le Code de commerce.

- *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil souligne que :*
 - *l'Offre est amicale, étant rappelé que CFM et SIFCA détiennent un total de 4.635.754 actions et 7.860.102 droits de vote de la Société, représentant 91,60% du capital et 94,83% des droits de vote de la Société ;*
 - *l'Initiateur indique que 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 ;*
 - *CFM et SIFCA entendent poursuivre 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 ;*

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

- *la stratégie de l'Initiateur repose sur la continuité des activités actuelles de la Société et ne devrait pas avoir de conséquence particulière sur les plans actuels de la Société en matière d'organisation industrielle et d'évolution ;*
 - *l'Initiateur indique que la sortie de la cote libérerait 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, d'autant qu'il n'est pas envisagé que cette dernière fasse appel au marché pour se financer ;*
 - *l'Initiateur indique que la sortie de la cote donnerait également à la Société de nouveaux leviers face à la concurrence.*
- *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Conseil relève que :*
- *l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique sociale de la Société ;*
 - *l'Offre s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société.*
- *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société, le Conseil prend acte que le rapport de l'Expert Indépendant conclut que le prix de 85 euros par action de la Société est équitable du point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de l'Offre, y compris dans le cadre du retrait obligatoire.*

Le Conseil a ensuite en particulier relevé que :

- *le prix d'Offre de 85 euros par action extériorise une prime de 4,9% par rapport au cours de clôture de l'action SIPH le 11 octobre 2019, une prime de 6,1% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action SIPH sur les 60 jours de négociation précédant le 11 octobre 2019 (inclus) et une prime de 4,4% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action SIPH sur les 250 jours de négociation précédant le 11 octobre 2019 (inclus) ;*
- *le prix d'Offre de 85 euros par action n'est pas inférieur au prix de l'offre publique d'achat simplifié initiée par CFM, agissant de concert avec SIFCA, déclarée conforme par l'AMF le 20 juin 2017 ;*
- *l'Offre fait également ressortir une prime par rapport aux valorisations résultant de l'application des méthodes d'actualisation des flux de trésorerie utilisées par la banque présentatrice et l'Expert Indépendant ;*
- *l'Expert Indépendant a conclu que « le prix de 85 € par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable pour les actionnaires de la Société, notamment en cas de mise en oeuvre du retrait obligatoire par l'Initiateur, agissant de concert avec SIFCA. ».*

À la lumière des considérations qui précèdent, prenant acte de l'ensemble des travaux qui lui ont été présentés notamment ceux de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, estime à l'unanimité que le projet d'Offre correspond à l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions de la Société à l'Offre.

Le Conseil d'administration délègue en tant que de besoin à Monsieur Bertrand Vignes, Directeur Général de la Société, tous pouvoirs à l'effet de :

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

- *finaliser le Projet de Note d'Information et le document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Société Internationale Plantations d'Hévéas - SIPH », notamment pour tenir compte des modifications qui pourraient être requises dans le cadre de leur examen par l'AMF ;*
- *signer toutes attestations, au nom et pour le compte de la Société, requises dans le cadre de l'Offre ; et*
- *plus généralement, faire tout ce qui sera utile et nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire, notamment demander la suspension de la cotation des titres de la Société, rédiger et émettre tout communiqué relatif à l'Offre Publique de Retrait et au Retrait Obligatoire et conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et tous documents afférents à la réalisation de celle-ci.*

Le Président rappelle enfin que la Société ne détient aucune action auto-détenue. »

6.3 Intention des membres du Conseil d'administration de la Société

SIFCA SA, représentée par Madame Frédérique Varennes, a indiqué ne pas avoir l'intention d'apporter ses actions SIPH à l'Offre. Il est rappelé que SIFCA agit de concert avec l'Initiateur et que les actions SIPH détenues par SIFCA ne sont pas visées par l'Offre.

7. PERSONNES RESPONSABLES DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

7.1 Initiateur

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

Compagnie Financière Michelin SCmA,
Représentée par Christian BARD et Claire BRODARD VECCHI, Fondés de procuration

7.2 SIPH

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

SOCIETE INTERNATIONALE DE PLANTATIONS D'HEVEAS - SIPH
Représentée par Monsieur Bertrand Vignes, Directeur Général

7.3 Etablissement présentateur

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, ODDO BHF SCA, 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 BHF SCA