

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE LA
SOCIETE VERMANDOISE DE SUCRERIES

INITIEE PAR



CONJOINTEMENT AVEC LA
SOCIETE CHAMPENOISE DE GESTION

PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLI PAR LA SOCIETE VERMANDOISE DE SUCRERIES



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 1^{er} février 2012. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF

Avis Important

En application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ricol-Lasteyrie, représenté par M^{me} Sonia Bonnet-Bernard, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de la Société Vermandoise de Sucreries (www.vermandoise.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Société Vermandoise de Sucreries

Pôle d'activité de Haute-Picardie BP 10
80200 Estrées-Denicourt, France

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société Vermandoise de Sucreries seront mises à la disposition du public dans les mêmes conditions la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée.

Un avis financier sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, dans un quotidien financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE	4
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE SVS	7
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE SVS	9
5.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	9
6.	OBSERVATIONS DU COMITE CENTRAL D'ENTREPRISE DE SVI	9
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	10
8.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	10
8.1	<i>Structure et répartition du capital.....</i>	<i>10</i>
8.2	<i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....</i>	<i>10</i>
8.3	<i>Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital et des droits de vote de SVS....</i>	<i>11</i>
8.4	<i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci .</i>	<i>11</i>
8.5	<i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....</i>	<i>11</i>
8.6	<i>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote</i>	<i>11</i>
8.7	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire ou du conseil de surveillance et à la modification des statuts de SVS</i>	<i>11</i>
8.8	<i>Pouvoirs du directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres</i>	<i>11</i>
8.9	<i>Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société</i>	<i>11</i>
8.10	<i>Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du directoire de SVS et ses principaux salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....</i>	<i>12</i>
9.	POLITIQUE DE DISTRIBUTION	12
10.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	12
10.1	RAISONS DE LA DESIGNATION DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	12
10.2	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	12
11.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	36
12.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	36

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, Cristal Union, union de coopératives agricoles à capital variable, agréée sous le numéro 10520, dont le siège social est situé route d'Arcis-sur-Aube, 10700 Villette-sur-Aube, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Troyes sous le numéro 421 343 369 (ci-après « **Cristal Union** » ou l'« **Initiateur** »), conjointement avec la Société Champenoise de Gestion, société anonyme dont le siège social est situé Pôle d'activité de Haute-Picardie, 80200 Estrées-Deniecourt et immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Amiens sous le numéro RCS 096 850 037 (ci-après « **SCG** »), s'est engagée irrévocablement, auprès de l'AMF, à offrir aux actionnaires de la Société Vermandoise de Sucreries, société anonyme dont le siège social est situé Pôle d'activité de Haute-Picardie BP 10, 80200 Estrées-Deniecourt et immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Amiens sous le numéro RCS 562 058 115 (ci-après « **SVS** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions SVS au prix de 3 487,30 euros par action, coupon attaché, dans les conditions décrites ci-après (ci-après l'« **Offre** »). L'Initiateur et SCG sont dénommés ci-après ensemble les « **Initiateurs** ».

Les actions SVS sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (ci-après « **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000037749.

Le prix de 3 487,30 euros par action (coupon attaché) proposé par les Initiateurs extériorise une prime de 98,7% par rapport au cours de bourse de clôture du 30 septembre 2011¹, équivalente à une prime de 110,4% sur le cours moyen pondéré par les volumes échangés sur les douze derniers mois.

Conformément aux articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée.

L'Offre est présentée par Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (ci-après « **Crédit Agricole CIB** ») qui garantit, en application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs.

Les Initiateurs ont indiqué que, dans l'hypothèse où SVS procéderait, entre la date de dépôt de l'Offre et sa clôture ou la mise en œuvre du retrait obligatoire au détachement ou au paiement d'un dividende, d'un acompte sur dividende, du solde d'un dividende ou de toute autre distribution d'actifs, le prix proposé de 3 487,30 euros par action SVS dans le cadre de l'Offre et du retrait obligatoire serait diminué du montant distribué et/ou versé par action SVS. Toutefois, aucune distribution n'est à ce stade prévue pendant la période de l'Offre ou avant la mise en œuvre du retrait obligatoire. A cet égard, il sera proposé à l'assemblée générale convoquée pour le vendredi 16 mars 2012 de ne pas distribuer de dividende, comme cela a été annoncé dans le cadre du communiqué de SVS du 14 décembre 2011.

Dans la mesure où, à l'issue de l'Offre, compte tenu des engagements d'apport, les actionnaires minoritaires de SVS ne représenteront pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de SVS, les Initiateurs mettront en œuvre, dès la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF. Les actionnaires de SVS bénéficieront dans ce cadre d'une indemnisation de 3 487,30 euros par action SVS, égale au prix de l'Offre.

Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'AMF le 1^{er} février 2012. Il a été mis en ligne sur les sites Internet de SVS (www.vermandoise.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org), et peut être obtenu sans frais auprès de SVS. Un communiqué relatif au dépôt du projet de note en réponse a été diffusé par SVS, le 1^{er} février 2012. Ce communiqué sera publié, sous forme d'avis financier, par le quotidien Les Echos, le 2 février 2012.

¹ Il est rappelé que le cours de l'action SVS s'est établi à 1 755 euros le 30 septembre 2011, avant la suspension de la cotation des actions SVS ayant précédé l'annonce de l'accord d'exclusivité pour l'acquisition du contrôle du Groupe Vermandoise, intervenue le 4 octobre 2011.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

Le 31 janvier 2012, Cristal Union a pris le contrôle de SCG et par son intermédiaire, le contrôle de SVS et des sociétés contrôlées par cette dernière (ensemble le « **Groupe Vermandoise** »), dans le cadre d'opérations de transferts de blocs d'actions SCG, SVS et Anita (ci-après les « **Cessions de Blocs** »).

Ces Cessions de Blocs avaient fait l'objet d'accords d'exclusivité précédant l'annonce de la présente Offre, intervenus le 4 octobre 2011². L'AMF a publié le 4 octobre 2011 un avis ouvrant la période de préoffre (cf. D&I 211C1801 du 4 octobre 2011). Le 5 octobre 2011, Cristal Union a annoncé que les accords d'exclusivité conclus le 3 octobre 2011 représentaient au total, à cette date, 95,20% du capital de SVS³.

Préalablement aux Cessions de Blocs, une partie des membres de la famille Delloye a apporté leurs actions Anita, SCG et SVS à des sociétés holding, dont le capital est intégralement détenu par eux. Ces apports ont été effectués à un prix unitaire de 13 767,75 euros par action Anita, de 3 487,30 euros par action SVS et de 72 689,66 euros par action SCG. Les holdings ont cédé ensuite le 31 janvier 2012 l'ensemble des actions Anita, SVS et SCG qu'elles détenaient à Cristal Union (via SCG pour les actions SVS), comme indiqué ci-dessous.

Une partie des Cessions de Blocs a été réalisée dans le cadre d'un accord avec les principaux actionnaires familiaux de SVS, membres de la famille Delloye, conclu le 7 janvier 2012 (ci-après le « **Protocole** ») :

- la société Anita⁴, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 9, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75008 Paris et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro RCS 529 256 844 (ci-après « **Anita** »), a acquis auprès de la Compagnie Nouvelle de Sucreries Réunies⁵, société par actions simplifiée dont le siège social est situé Pôle d'activité de Haute-Picardie BP 10, 80200 Estrées-Deniecourt, France et immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Amiens sous le numéro RCS 562 032 805 (ci-après « **CNSR** »), 570 actions SCG, au prix de 72 689,66 euros par action (correspondant à un prix total de 41 433 106,20 euros), avec un différé de paiement, afin de procéder au débouclage de l'autocontrôle. En effet, avant cette opération de débouclage, CNSR, filiale à 100% de SVS et de SSPLV, détenait 18,04% du capital de SCG qui détenait elle-même 43,88% du capital et des droits de vote de SVS ;
- Cristal Union a acquis auprès de certains membres de la famille Delloye (i) la totalité des actions de la société Anita⁶ (c'est-à-dire 944 actions) au prix de 13 767,75 euros par action (correspondant à un prix total de 12 996 756,00 euros), (ii) la créance en compte courant détenue par certains actionnaires d'Anita pour un montant total de 4.158.000 euros et (iii) le solde des actions SCG⁷ (c'est-à-dire 2 354 actions), au prix de 72 689,66 euros par action (c'est-à-dire à un prix total de 171 111 459,64 euros) ;
- un instant de raison après le changement du contrôle d'Anita, CNSR et SCG décrit ci-dessus (le « **Changement de Contrôle** »), SCG, se substituant à Cristal Union, a acquis auprès des membres de la famille Delloye, 75 695 actions SVS au prix unitaire de 3 487,30 euros coupon attaché (correspondant à un prix total de 263 971 173,50 euros), étant précisé que SCG détenait déjà 65 681 actions SVS.

Le Protocole comporte une clause de complément de prix en faveur des actionnaires familiaux cédants dans le cas où Cristal Union relèverait les prix de l'Offre sur SVS et/ou de l'Offre sur SSPLV⁸. Cette clause permet aux actionnaires

² Cf. communiqué conjoint de Cristal Union et du groupe Vermandoise en date du 4 octobre 2011 disponible sur le site internet de Cristal Union (www.cristal-union.fr) et du groupe Vermandoise (www.vermandoise.fr).

³ Cf. communiqué conjoint de Cristal Union et du groupe Vermandoise en date du 5 octobre 2011 disponible sur le site internet de Cristal Union (www.cristal-union.fr) et du groupe Vermandoise (www.vermandoise.fr).

⁴ Contrôlée, avant les Cessions de Blocs, par le groupe familial Delloye.

⁵ Contrôlée, avant les Cessions de Blocs, par le groupe familial Delloye.

⁶ Anita détient actuellement 25,5% du capital de SCG, à l'issue de l'acquisition susvisée.

⁷ Contrôlée, avant les Cessions des Blocs, par le groupe familial Delloye.

⁸ Telle que définie ci-dessous.

familiaux de s'assurer qu'ils percevront un prix identique à celui payé dans le cadre des offres aux actionnaires de SVS ou de SSPLV, selon le cas.

La conclusion du Protocole a été annoncée par un communiqué conjoint de Cristal Union et du groupe Vermandoise en date du 7 janvier 2012⁹.

Par ailleurs, en vertu d'un accord en date du 21 octobre 2011, SSPLV, se substituant à Cristal Union, a acquis, un instant de raison après le Changement de Contrôle, auprès de la société Iwuy SA, 37 248 actions de la Société Vermandoise Industries, société anonyme dont le siège social est situé à Sainte-Emilie, 80240 Villiers-Faucon, France et immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Amiens sous le numéro RCS 305 824 534 (ci-après « **SVI** ») contrôlée par SSPLV, représentant une participation de 5,83% du capital et des droits de vote de cette société. A l'issue de cette acquisition, Cristal Union détient indirectement 96,11% du capital et des droits de vote de SVI.

Les Initiateurs indiquent que ces opérations de cession sont intervenues dans des conditions strictement identiques par transparence avec celles qui sont proposées aux actionnaires de SVS dans le cadre de l'Offre et, avec celles proposées aux actionnaires de SSPLV.

Les Cessions de Blocs étaient soumises à la condition suspensive de l'obtention d'autorisations au titre du contrôle des concentrations. Le projet de concentration de Cristal Union avec le Groupe Vermandoise a été notifié auprès des autorités compétentes en France et en Allemagne le 13 octobre 2011. L'autorité allemande en charge du contrôle des concentrations, le *Bundeskartellamt*, s'est prononcée favorablement sur l'opération le 11 novembre 2011, en application de la section 39 du paragraphe 6 du *GWB*. Par ailleurs, l'Autorité française de la concurrence saisie en application de l'article L. 430-2 du Code de commerce, a autorisé sans conditions l'opération, le 20 janvier 2012¹⁰.

A l'issue du transfert de propriété effectif de ces blocs, intervenu le 31 janvier 2012 :

- Cristal Union¹¹ a franchi en hausse, à titre indirect, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50%, 2/3, 90% du capital et des droits de vote et 95% du capital de la Société ;
- Cristal Union a franchi en hausse, à titre indirect, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital et des droits de vote de SSPLV.

A cette occasion, une déclaration de franchissement de seuils et d'intentions a été effectuée.

⁹ Disponible sur le site internet de Cristal Union (www.cristal-union.fr) et du groupe Vermandoise (www.vermandoise.fr).

¹⁰ Cf. communiqué du 23 janvier 2012 disponible sur le site internet de Cristal Union (www.cristal-union.fr) et du Groupe Vermandoise (www.vermandoise.fr).

¹¹ En outre, SCG a franchi en hausse, à titre direct, les seuils de 50%, 2/3, 90% du capital et des droits de vote et 95% du capital de la Société.

A l'issue de ces opérations :

- SCG détient 141 376 actions SVS (hors autocontrôle), représentant autant de droits de vote, soit 94,46% du capital et des droits de vote de SVS, calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF (sur la base d'un nombre total de 149 670 actions représentant autant de droits de vote de la Société). Sur cette base en incluant l'autocontrôle, SCG détient 95,18% du capital et 94,46% des droits de vote de SVS. Par ailleurs, les Initiateurs ont obtenu des actionnaires familiaux des engagements d'apport à l'Offre portant au total sur 1 264 actions SVS (c'est-à-dire 0,84% du capital et des droits de vote de SVS). En tenant compte de ces engagements d'apports, SCG devrait détenir à l'issue de l'Offre au moins 96,02% du capital et 95,30% des droits de vote de SVS ;
- SCG, contrôlée par Cristal Union, détient ainsi de concert directement et indirectement 270 156 actions SSPLV, représentant autant de droits de vote, soit 56,51% du capital et des droits de vote de SSPLV, calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Il est précisé qu'aucune salle d'information (*data room*) incluant des informations concernant les sociétés du Groupe Vermandoise n'a été ouverte par SVS.

La composition du conseil de surveillance et du directoire de SVS a été modifiée le 31 janvier 2012. Elle reflète la participation majoritaire de 94,46% du capital et des droits de vote des Initiateurs (hors autocontrôle), dans le capital de la Société¹². L'ensemble des membres du conseil de surveillance et du directoire de SVS ont été nommés par cooptation, le 31 janvier 2012.

Le conseil de surveillance de SVS, qui comprend six membres dont deux indépendants, est composé comme suit :

- M. Olivier de Bohan, Président
- M. Didier Chéron, Vice-Président
- M. Jean Collard
- M. Joachim Gaillot
- M. Philippe Soubestre (indépendant)
- M. Jean-Michel Henry (indépendant)

Le directoire de SVS, qui comprend trois membres, tous nommés le 31 janvier 2012 lors du changement de contrôle, est composé comme suit :

- M. Alain Commissaire, Président
- M. Jean-François Javoy
- M. Stanislas Bouchard

Il est précisé que simultanément, le 1^{er} février 2012, Cristal Union a déposé auprès de l'AMF, conjointement avec SVS, une offre publique d'achat simplifiée (cf. avis de dépôt publié par l'AMF le 1^{er} février 2012) visant les actions de SSPLV (ci-après l'« **Offre sur SSPLV** »). L'Offre sur SSPLV, qui reste soumise à l'examen de l'AMF, est présentée et garantie par Crédit Agricole CIB, agissant pour le compte de Cristal Union et de SVS. La présente Offre sera ouverte simultanément avec l'Offre sur SSPLV.

Par ailleurs, les Initiateurs envisagent de fusionner certaines sociétés du groupe Vermandoise dans un souci de simplifier l'organigramme juridique du nouveau groupe. Ces opérations seraient réalisées à l'issue des offres publiques d'achat simplifiées et si applicables, des procédures de retrait obligatoire :

¹² En outre, les organes sociaux d'Anita, de SCG, de CNSR et des sociétés du Groupe Vermandoise (c'est-à-dire SSPLV, SVI, Norpar et Tourny) ont été recomposés pour refléter le contrôle de Cristal Union sur ces sociétés.

- la fusion-absorption de SSPLV par sa société mère SVS. Cette fusion sera soumise à l'approbation en assemblée générale des actionnaires de SSPLV et de SVS sauf dans le cas où les conditions de la procédure de fusion simplifiée, précisées à l'article L. 236-11 et suivants du Code de commerce, seraient réunies¹³. Cette fusion entraînerait la radiation des actions SSPLV du marché réglementé d'Euronext Paris, y compris dans l'hypothèse où les conditions du retrait obligatoire des actionnaires de SSPLV ne seraient pas réunies à l'issue de l'Offre sur SSPLV ;
- la fusion-absorption de SVS par SCG. Cette fusion serait effectuée selon la procédure de fusion simplifiée.

Par ailleurs, ces fusions seront suivies d'une restructuration des participations détenues par SSPLV, filiale de SVS. A l'occasion de cette restructuration, Norpar, contrôlée indirectement par SVS, rachètera ses propres actions détenues par Toury à leur valeur réelle afin de les annuler. Puis, Norpar serait dissoute sans liquidation par décision de son associé unique, cette décision emportant la transmission universelle de son patrimoine à SVI.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE SVS

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil de surveillance de la Société se sont réunis le 31 janvier 2012, sur convocation faite conformément aux statuts de SVS, afin d'examiner le projet d'Offre. L'ensemble des membres du conseil était présent, y compris les membres indépendants. Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil de surveillance se sont tenus sous la présidence de M. Olivier de Bohan, en qualité de Président du conseil de surveillance, conformément à l'article 13 des statuts de SVS. M^{me} Sonia Bonnet-Bernard représentant le cabinet Ricol-Lasteyrie, invitée à la réunion, était présente.

Préalablement à la réunion, les membres du conseil de surveillance ont eu connaissance :

- du projet de note d'information des Initiateurs contenant les caractéristiques du projet d'Offre comprenant des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Crédit Agricole CIB ;
- du rapport de l'expert indépendant établi par le cabinet Ricol-Lasteyrie représenté par M^{me} Sonia Bonnet-Bernard, conformément aux articles 261-1 I 1°, 2°, 4° et II du règlement général de l'AMF, désigné par le conseil de surveillance de SVS. Conformément à la recommandation de l'AMF sur l'expertise indépendante, modifiée le 27 juillet 2010, les travaux de l'expert ont fait l'objet d'une supervision par un comité *ad hoc* composé notamment de certains membres indépendants du conseil de surveillance, en veillant au bon déroulement de sa mission. Les membres de ce comité ont notamment été réunis les 22 décembre 2011, 10 janvier 2012 et le 27 janvier 2012. Après avoir discuté des travaux de l'expert indépendant, les membres du comité, satisfaits des différents échanges avec l'expert indépendant et notamment des informations que la direction de SVS a mis à disposition de l'expert, ont décidé le 27 janvier 2012, à l'unanimité, que le rapport pouvait être présenté au conseil de surveillance ; et
- du projet de note en réponse de SVS.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres du conseil de surveillance, y compris ses membres indépendants :

« *Les membres du conseil constatent :*

¹³ Si à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par SVS sur les actions SSPLV, SVS détient plus 90% du capital et des droits de vote de SSPLV, conformément à la loi du 17 mai 2011.

- *que le prix proposé de 3 487,30 euros par action (coupon attaché) fait ressortir une prime de 98,7% par rapport au cours de bourse de clôture du 30 septembre 2011 qui s'était établi à 1 755 euros et d'une prime de 110,4% sur le cours moyen pondéré par les volumes échangés sur les douze derniers mois, avant l'annonce des principales caractéristiques du projet d'Offre ;*
- *que les conditions financières de l'Offre sont intéressantes pour les actionnaires de la société Vermandoise de Sucreries qui disposent ainsi d'une opportunité de liquidité immédiate à un prix attractif ;*
- *que l'Offre s'inscrit dans le cadre d'une opération de rapprochement amicale qui vise à renforcer la stratégie industrielle de la Société sur ses métiers historiques ;*
- *qu'aucune restructuration industrielle, de fermeture de sites ni de plan social n'étant prévus, l'opération de rapprochement n'aura pas de conséquences sur l'organisation et la situation de l'emploi au sein du Groupe Vermandoise ;*
- *que dans la mesure où les actionnaires minoritaires (actionnaires autres que Cristal Union et les personnes agissant de concert avec elle), compte tenu des engagements d'apport, ne détiendront pas plus de 5 % du capital et des droits de vote de la Société, les Initiateurs procéderont à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, moyennant une indemnité égale au prix de l'Offre. En effet, au regard de la liquidité réduite du titre sur le marché réglementé d'Euronext Paris et de la faible liquidité dont disposent les actionnaires de Vermandoise de Sucreries, le maintien de la cotation des titres Vermandoise de Sucreries engendre des contraintes disproportionnées ;*
- *que l'expert indépendant conclut son rapport sur le caractère équitable de l'Offre de la manière suivante :*
 - *« A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 3 487,3 euros par action offert dans le cadre de la présente Offre :*
 - *est identique au prix payé aux principaux actionnaires de la Société, à l'occasion des transactions permettant à Cristal Union d'acquérir le contrôle de la Société (les cessions de titres portent sur 94,46 % du capital avant dilution). Après analyse des contrats, vérification que les prix des transactions sur les différentes sociétés du groupe correspondaient par transparence au prix offert dans le cadre de la présente Offre, et en l'absence d'accord complémentaire pouvant avoir une incidence sur les conditions financières des transactions, nous considérons que le prix ressortant de cette acquisition du contrôle de la Société constitue une référence essentielle ;*
 - *fait ressortir des primes comprises entre 9 % et 18 % par rapport aux valeurs issues d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF), étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur ;*
 - *fait apparaître des niveaux de primes significatifs par rapport aux valeurs issues de l'application de multiples de transactions intervenues dans le secteur.*
 - *Bien que la pertinence du cours de bourse de Société Vermandoise de Sucreries soit limitée compte tenu de la très faible liquidité du titre, nous notons que le prix offre des primes substantielles par rapport à celui-ci (98,7 % par rapport au cours spot au 30 septembre 2011, veille de l'annonce de l'opération, et entre 92,0 % et 98,4 % par rapport aux moyennes pondérées sur différentes périodes allant jusqu'à 6 mois). L'opération offre ainsi aux actionnaires de Société Vermandoise de Sucreries une liquidité immédiate à un prix très supérieur aux cours historiquement observés.*

- *En l'absence de sociétés cotées réellement comparables, la méthode des multiples boursiers n'a été utilisée qu'à titre d'information. Elle ne remet pas en cause le caractère équitable des conditions de la présente Offre.*
- *Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 3 487,3 euros par action que l'Initiateur envisage de proposer dans la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Société Vermandoise de Sucreries. Cette conclusion s'applique également à la procédure de retrait obligatoire qui pourrait être mise en œuvre à l'issue de la présente Offre si l'Initiateur venait à détenir plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société. »*

En conséquence, après en avoir délibéré, le conseil de surveillance de la Société, à l'unanimité des membres participant au vote, approuve le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté et considère que le projet d'Offre, au prix de 3 487,30 euros par action est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Au regard du caractère satisfaisant et équitable du prix proposé, tel que cela ressort des conclusions du rapport de l'expert indépendant, tant dans le cadre de l'Offre que du retrait obligatoire qui serait mis en œuvre à l'issue de l'Offre, le conseil de surveillance a, décidé à l'unanimité de ses membres y compris les indépendants, de recommander aux actionnaires de Vermandoise de Sucreries d'apporter leurs actions à l'Offre. »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE SVS

Les membres du conseil de surveillance, qui ne détiennent au total que 72 actions (prêts de consommation d'actions), ont indiqué leur intention de conserver ces actions SVS, conformément aux statuts de SVS (article 12 des statuts) qui les obligent à conserver un nombre minimum de douze actions SVS.

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE

La Société détient indirectement 1 078 actions propres, détenues par ses filiales SVI (à hauteur de 467 actions) et de Sucrerie de Toury (611 actions) représentant au total 0,72% de son capital. SVI et Sucrerie de Toury n'ont pas l'intention d'apporter leurs actions SVS dans le cadre de l'Offre.

6. OBSERVATIONS DU COMITE CENTRAL D'ENTREPRISE DE SVI

Le comité central d'entreprise de SVI, filiale de SVS, a rendu le 29 novembre 2011, un avis dont un extrait figure ci-dessous :

« Sur le plan industriel les membres du CCE ne peuvent se déterminer, car aujourd'hui l'industrie sucrière est plutôt en position de force, mais en sera-t-il de même demain après la refonte du règlement sucre prévue en 2015/16. Le projet est séduisant sur le papier, doit-on faire confiance aux décideurs, nous espérons que les choix de Cristal Union seront les bons ».

7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A l'exception du Protocole, il n'existe à ce jour, à la connaissance de la Société, aucun accord en vigueur susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre. Notamment, le pacte d'actionnaires conclu entre certains actionnaires de SVS, entré en vigueur le 26 juillet 2000, qui regroupait les ayants droit de M. Michel Delloye (ci-après le « **Pacte d'Actionnaires** ») a été résilié le 31 janvier 2012, préalablement à la cession par les parties au Pacte d'Actionnaires de la totalité de leurs actions SVS¹⁴.

Le Protocole comporte une clause de complément de prix en faveur des actionnaires familiaux cédants dans le cas où les Initiateurs seraient tenus de relever le prix de l'Offre et/ou de l'Offre sur SSPLV. Cette clause permet aux actionnaires familiaux de percevoir un prix égal ou par transparence égal à celui payé dans le cadre des offres publiques aux actionnaires de SVS ou de SSPLV, selon les cas.

8. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1 Structure et répartition du capital

Le capital social de SVS de 2 843 730 euros est divisé en 149 670 actions, d'une valeur nominale de 19 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date du présent projet de note en réponse, la répartition du capital et des droits de vote de SVS¹⁵ était la suivante :

Actionnaires	Actions	Droits de vote	% capital	% droits de vote
SCG (Cristal Union) ¹⁶	141 376	141 376	94,46	94,46
Autocontrôle	1 078	-	0,72	-
<i>Sous-total Cristal Union</i>	<i>142 454</i>	<i>141 376</i>	<i>95,18</i>	<i>94,46</i>
Public	7 216	7 216	4,82	4,82
Total	149 670	149 670	100,00	100,00

A la date du présent projet de note en réponse, et à l'exception des actions SVS mentionnées ci-dessus, il n'existe, aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de SVS.

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

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

En dehors du Pacte d'Actionnaires, désormais caduc, aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

¹⁴ Cf. décisions & informations de l'AMF publiées sous D&I 200C1358 du 31 août 2000.

¹⁵ Sur la base d'un capital composé de 149 670 actions représentant autant de droits de vote calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

¹⁶ Avant le dépôt du projet d'Offre, les actions SVS ont été acquises au prix de l'Offre par Cristal Union indirectement par l'intermédiaire de SCG qu'elle contrôle. Par ailleurs, il est rappelé que les Initiateurs ont obtenu des actionnaires familiaux des engagements d'apport à l'Offre portant au total sur 1 264 actions SVS (c'est-à-dire 0,84% du capital et des droits de vote de SVS).

8.3 Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital et des droits de vote de SVS

Après les Cessions de Blocs, les Initiateurs détiennent 141 376 actions SVS représentant autant de droits de vote, soit 94,46% du capital et des droits de vote, hors autocontrôle et 95,18% du capital et 94,46% des droits de vote en incluant l'autocontrôle (sur la base d'un capital composé de 149 670 actions représentant autant de droits de vote, calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF).

SVS n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 5% de son capital ou de ses droits de vote à la date du présent projet de note en réponse.

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

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

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

SVS n'a pas mis en place, à ce jour, de plan d'épargne d'entreprise.

8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

SVS n'a connaissance d'aucun accord d'actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire ou du conseil de surveillance et à la modification des statuts de SVS

A l'exception de la limite d'âge de 80 ans et 85 ans imposée par les statuts respectivement aux membres du directoire et du conseil de surveillance de la Société, aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres ou la modification des statuts.

8.8 Pouvoirs du directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

8.8.1 Délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le directoire de SVS ne dispose d'aucune délégation accordée par l'assemblée générale des actionnaires de SVS.

8.8.2 Plans d'options de souscription d'actions et actions gratuites

SVS n'a mis en place aucun plan d'options de souscription d'actions ou d'attribution d'actions gratuites.

8.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

A la connaissance de SVS, il n'existe aucun accord en vigueur, conclu par SVS, susceptible d'être impacté en cas de changement de contrôle de celle-ci.

8.10 Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du directoire de SVS et ses principaux salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du directoire de SVS en cas de démission ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique.

9. POLITIQUE DE DISTRIBUTION

Dans la mesure où les actionnaires de la Société se verront offrir une liquidité dans le cadre de l'Offre, il sera proposé à l'assemblée générale de SVS convoquée pour le vendredi 16 mars 2012 de ne pas distribuer de dividende, comme cela a été annoncé dans le cadre du communiqué de SVS du 14 décembre 2011.

En tout état de cause, comme indiqué dans le projet de note d'information des Initiateurs et rappelé au paragraphe 1 du présent projet de note en réponse, si par extraordinaire SVS procédait, entre d'une part, la date de dépôt de l'Offre et d'autre part, sa clôture ou la mise en œuvre du retrait obligatoire, au détachement ou au paiement d'un dividende, d'un acompte sur dividende, du solde d'un dividende ou de toute autre distribution d'actifs, le prix par action proposé dans le cadre de l'Offre et du retrait obligatoire serait diminué du montant distribué et/ou versé par action SVS.

10. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

10.1 Raisons de la désignation de l'expert indépendant

Cristal Union et SCG détiennent directement et indirectement la majorité du capital et des droits de vote de SVS. En outre, la totalité des membres du conseil de surveillance a été désignée sur proposition de Cristal Union. Par ailleurs, les accords en matière de financement, conclus par Cristal Union et auxquels SCG et SVS ont adhéré, prévoient certaines obligations à la charge de SVS. Ces éléments sont susceptibles d'affecter l'indépendance des membres du conseil de surveillance de SVS.

Compte tenu de cette situation de conflits d'intérêts potentiels au sein du conseil de surveillance de nature à nuire à l'objectivité de son avis motivé sur l'Offre, le conseil de surveillance a, par conséquent, décidé de désigner le 21 octobre 2011, le cabinet Ricol-Lasteyrie représenté par M^{me} Sonia Bonnet-Bernard, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF.

En outre, dans le cadre de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, Ricol-Lasteyrie, représenté par M^{me} Sonia Bonnet-Bernard a été également chargé d'examiner les conditions du retrait obligatoire qui pourrait être réalisé à l'issue de l'Offre.

Dans ce cadre, l'expert indépendant a eu pour mission d'évaluer la société SVS et d'établir un rapport sur les conditions financières tant de l'Offre que du retrait obligatoire.

10.2 Rapport de l'expert indépendant

Conformément à l'article 231-19 3° du règlement général de l'AMF et à l'article 3 de l'instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006, SVS a décidé de préserver la confidentialité de certaines informations figurant ci-dessous dans le rapport de l'expert indépendant (page 21 « *Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires* » et page 28 « *Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie ou Discounted Cash Flows (DCF)* »).

« Dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (ci-après « l'Offre ») initiée par la société Cristal Union (ci-après « l'Initiateur ») conjointement avec la Société Champenoise de Gestion (ci-après « SCG ») sur les actions ordinaires de

la Société Vermandoise de Sucreries (ci-après « SVS » ou « la Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de surveillance de SVS le 21 octobre 2011, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par l'Initiateur aux actionnaires de Société Vermandoise de Sucreries.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1 I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») en raison des conflits d'intérêts au sein du Conseil de surveillance que l'Offre est susceptible de générer, notamment du fait que la Société sera déjà contrôlée par l'Initiateur, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au moment du dépôt de l'Offre. Il nous a également été demandé, sur le fondement de l'article 261-1 II, de nous prononcer sur le caractère équitable d'une indemnisation des actionnaires dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de Société Vermandoise de Sucreries s'établit à 3 487,3 euros par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites au point 3 et détaillées en annexe 5 ci-après.

Notre mission ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif, ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes qui comporte une certification sans réserve ni observation.

Notre mission ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

D'une manière générale, conformément à notre lettre de mission, les documents qui nous ont été communiqués ont été considérés comme raisonnablement exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière.

1. Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de l'Initiateur

La société initiatrice, Cristal Union, est une société coopérative agricole à capital variable.

Cristal Union est un des acteurs majeurs du secteur français du sucre, avec 21 % du quota national. Le groupe produit annuellement 900 000 tonnes de sucre, commercialisé entre autres sous les marques Daddy et Erstein, et 4,5 millions d'hectolitres d'alcool. Il emploie 1 500 salariés en France dans 5 sucreries et 4 distilleries.

Pour l'exercice 2010/2011, Cristal Union a réalisé un chiffre d'affaires de 1,1 milliard d'euros.

1.1.2 Présentation de la Société

Le groupe Vermandoise figure parmi les intervenants majeurs de la filière sucre en France avec une production annuelle d'environ 550 000 tonnes de sucre industriel et de 600 000 hectolitres d'alcool réalisée par 4 sucreries (dont une sucrerie/distillerie).

Le groupe est composé de plusieurs sociétés, opérationnelles ou holding. Deux de ces sociétés sont cotées sur le marché NYSE-Euronext Paris compartiment B : Société Vermandoise de Sucrieries (SVS) et Société Sucrière de Pithiviers Le Vieil (ci-après « SSPLV ») sa filiale détenue à hauteur de 56,51% et consolidée par intégration globale.

Société	Type	Activité
Société Champenoise de Gestion	Holding	participation dans SVS
Société Vermandoise de Sucrieries	Holding	tête de groupe et participation dans SSPLV
Société Sucrière de Pithiviers le Vieil	Holding	participations dans SVI et CNSR
Compagnie Nouvelle de Sucrieries Réunies	Société agricole	exploitation de fermes et participation dans SCG
Société Vermandoise Industries	Société opérationnelle	3 sucrieries
Sucrière de Toury	Société opérationnelle	1 sucrerie et 1 distillerie
Norpar	Holding	détention d'une trésorerie de 106 M€

Société Vermandoise de Sucrieries est une société anonyme au capital de 2 843 730 euros divisé en 149 670 actions. Ses actions sont cotées sur le marché NYSE-Euronext Paris compartiment B (ISIN : FR0000037749).

SVS a réalisé en 2010 / 2011 (exercice clos au 30 septembre) un chiffre d'affaires consolidé de 331,8 M€, en progression de 4,3% par rapport à l'exercice précédent.

La quasi stabilité du chiffre d'affaires sucre (248,8 M€, +0,4%) est la résultante d'une baisse des volumes produits hors-quota (la campagne 2010 n'ayant pas été exceptionnelle en termes de rendements), compensée par la hausse des prix.

Le chiffre d'affaires alcool en revanche a sensiblement progressé, à volume de production stable, grâce à la hausse des prix. Il atteint 36,3 M€ (+11,5%).

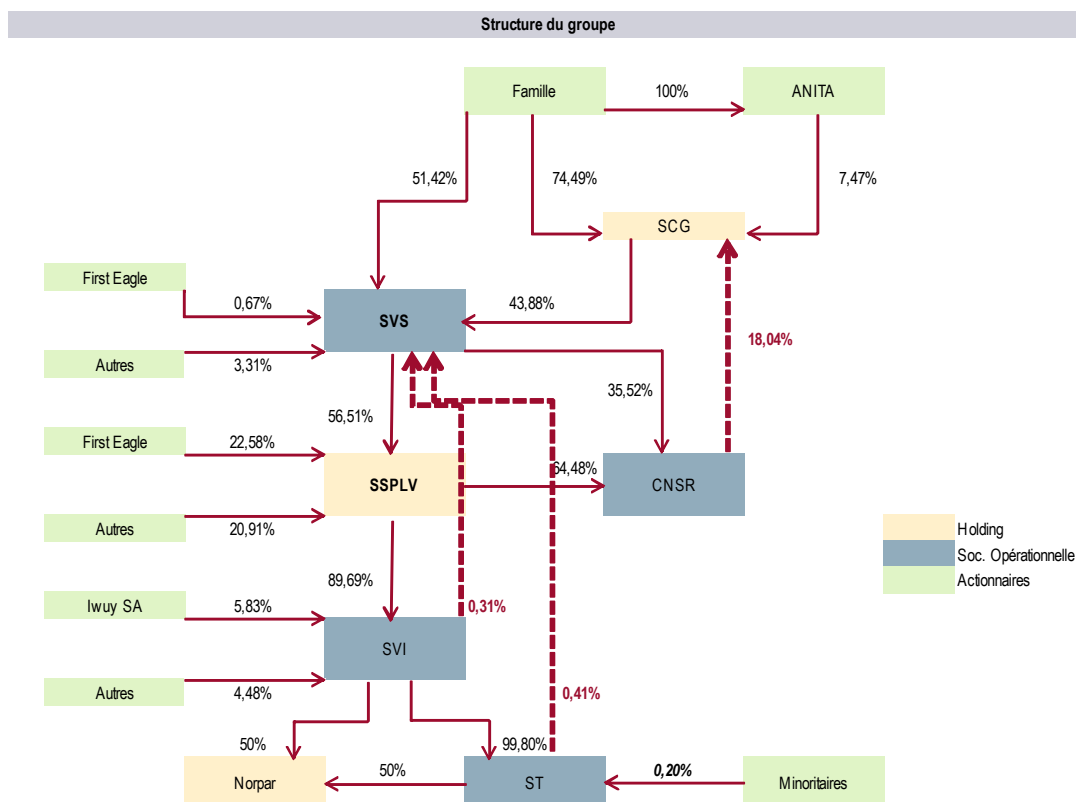
Le chiffre d'affaires des autres activités a fortement progressé :

- +47% pour la revente de marchandises en l'état (19,9 M€),
- +61,6% pour l'activité de valorisation des pulpes (exercée par la sucrerie de Toury, ci-après « ST »), en raison de la hausse des cours (6,1 M€),
- +17,1% pour l'activité agricole (3,3 M€) réalisée sur les fermes exploitées par la société Compagnie Nouvelle de Sucrieries Réunies (ci-après « CNSR ») qui a bénéficié de la bonne tenue des cours (blé, céréales).

Les résultats ont progressé (+15% en EBITDA, +17% en EBIT et +23% en résultat net) grâce à l'amélioration de la marge brute, les achats ayant augmenté moins rapidement que le chiffre d'affaires (essentiellement sous l'effet de moindres achats de betteraves et de la baisse des coûts d'énergie et de sous-traitance, la campagne ayant été courte). La société ne présente pas de résultat par branche, mais indique que les marges ont été stables dans le sucre et en hausse dans les autres activités. On notera que l'EBIT (67,7 M€, soit une marge de 20%) intègre une provision pour litige de 4,1 M€.

1.2 Contexte et termes de l'Offre

La structure du groupe Vermandoise avant opération est présentée dans le graphique ci-dessous :



Le 3 octobre 2011, les actionnaires majoritaires du Groupe Vermandoise et Cristal Union ont conclu des accords d'exclusivité relatifs à un projet de prise de contrôle du Groupe Vermandoise par Cristal Union, portant sur plus de 95% du capital de SVS. Les parties ont signé un protocole de cession et d'acquisition d'actions le 7 janvier 2012.

Le rapprochement de ces deux acteurs importants permettra de constituer un groupe contrôlant 35% du quota français de production de sucre, ce qui en ferait le 5ème opérateur européen du secteur et le 2ème français. Il doit également permettre aux deux acteurs de s'adapter aux évolutions réglementaires du secteur liées aux réformes du marché européen du sucre à partir de 2015 (suppression des quotas et remise en cause du prix minimum garanti pour la betterave). L'Initiateur ne projette aucune mesure de restructuration industrielle dans le cadre de ce rapprochement.

La réalisation de l'opération était soumise à une condition suspensive d'autorisation par les autorités de la concurrence. L'autorité de la concurrence allemande a donné son visa le 11 novembre 2011 et l'Autorité de la concurrence française a autorisé l'opération le 20 janvier 2012.

Préalablement à l'Offre, les opérations suivantes ont été réalisées :

1/ acquisition par Cristal Union auprès de certains membres de la famille Delloye, de la totalité des titres de la société Anita. Préalablement à cette acquisition, Anita avait acquis la participation détenue par CNSR dans SCG (18,04% du capital), le paiement, différé, étant financé par Cristal Union postérieurement à la réalisation de l'opération ;

2/ acquisition par Cristal Union auprès de certains membres de la famille Delloye de leur participation de 74,49% dans SCG ;

3/ acquisition par SCG, se substituant à Cristal Union auprès de certains membres de la famille Delloye, de 50,57% du capital de SVS.

A l'issue de ces opérations, SCG, détenue directement et indirectement à 100% par Cristal Union, détient 141 376 actions SVS représentant 94,46% du capital. En tenant compte de l'autocontrôle (1 078 actions SVS détenues par des sociétés contrôlées par SVS), Cristal Union détient 95,18% du capital de SVS.

Le dépôt de l'Offre par Cristal Union et SCG s'effectue dans le cadre des dispositions des articles 234-2 et 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur et SCG ont par ailleurs obtenu des engagements d'apport à l'Offre de certains membres de la famille Delloye portant sur 1 264 actions soit 0,84% du capital de la Société.

L'Initiateur dépose, conjointement avec la Société et simultanément à la présente Offre, une offre publique d'achat simplifiée visant les actions de Société Sucrière de Pithiviers le Vieil (ci-après « SSPLV »), dont il détient indirectement 56,51% du capital.

2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet Ricol Lasteyrie n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

Ricol Lasteyrie ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Conformément aux préconisations de l'AMF concernant les relations avec l'établissement présentateur de l'opération, nous précisons qu'au cours des deux dernières années, nous ne sommes pas intervenus de manière répétée avec Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (ci-après « CA CIB »), banque présentatrice de l'Offre, ni avec Bucéphale Finance, la Caisse Régionale du Crédit Agricole du Nord Est (ci-après « CA NE ») et CA CIB, conseils financiers de l'Initiateur.

A titre informatif, figure en annexe 2 la liste des expertises indépendantes réalisées par Ricol Lasteyrie au cours des deux dernières années, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées.

Ricol Lasteyrie atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à appréhender le contexte de l'opération, à étudier le protocole de cession et d'acquisition d'actions du 7 janvier 2012, à mettre en œuvre une approche multicritère de valorisation des actions Société Vermandoise de Sucreries et à analyser le rapport d'évaluation établi par la banque présentatrice de l'Offre.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants de la Société tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont principalement porté sur :

- l'activité de la Société ;

- le budget 2012 et les principales hypothèses permettant de modéliser l'évolution des résultats à moyen terme ;
- les perspectives de développement du groupe à moyen et long terme.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (comptes annuels et consolidés des exercices clos au 30 septembre 2009, 2010 et 2011) et avons vérifié que les comptes annuels et consolidés au 30 septembre 2011 de la Société avaient fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursière, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et les transactions comparables à partir de nos bases de données.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission. Nous avons notamment examiné le protocole de cession et d'acquisition d'actions et ses annexes.

Enfin, nous avons pris connaissance du rapport d'évaluation de CA CIB, banque présentatrice de l'Offre, dont les travaux sont résumés dans le projet de note d'information à la section 3 : Eléments d'appréciation du prix de l'Offre. Nous avons rencontré les représentants de CA CIB et échangé avec eux à plusieurs reprises.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5 ci-après.

4. Evaluation des actions de la société Société Vermandoise de Sucrieries

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation des actions de la Société.

Nous avons écarté les méthodes de valorisation suivantes :

- l'actif net comptable ;
- la valeur de rendement (capitalisation du dividende).

Pour évaluer la Société, nous avons mis en œuvre une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes :

- la référence aux acquisitions de blocs d'actions SVS par Cristal Union ;
- une méthode dite Somme des parties, qui s'apparente à un actif net réévalué, chaque partie étant réévaluée :
 - sur la base d'une méthode de cash-flows futurs actualisés ;
 - sur la base d'une méthode par référence aux transactions ayant récemment concerné des sociétés du secteur.

Par ailleurs, nous avons retenu à titre d'information :

- le cours de bourse ;
- pour la détermination de la Somme des parties : la méthode par référence aux sociétés cotées comparables.

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

Actif net comptable

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels du groupe, en particulier la valeur des quotas sucriers (hors quotas acquis), n'est inscrite ni au bilan individuel, ni au bilan consolidé de la Société.

Pour mémoire, l'actif net comptable consolidé de SVS s'établit à 255,8 M€ au 30 septembre 2011 pour 149 670 actions en circulation, soit une valeur par action égale à 1 709 €.

Méthode du rendement

La Société a régulièrement distribué des dividendes dans le passé.

Toutefois, cette méthode est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement. Elle n'a en conséquence pas été retenue.

A titre d'information, le taux de capitalisation implicite découlant du prix de l'Offre (par rapport au dernier dividende versé de 60 euros) s'établit à 1,72 %, soit un taux de rendement inférieur à celui observé à ce jour sur le SBF 120.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Compte tenu de la présence des boucles d'autocontrôle, nous avons procédé à une évaluation par Somme des parties (qui s'apparente à un actif net réévalué), en éliminant les boucles d'autocontrôle, par distribution théorique aux minoritaires des différents titres leur revenant.

Cela revient à déterminer un actionnariat théorique après distribution de l'autocontrôle, qui se présente comme suit :

Actionnariat du groupe post distribution des boucles

Structure du groupe après distribution des boucles

	ST	SVI	CNSR	Norpar	SVS	SSPLV	SCG
ST				50,0%			
SVI	99,8%			50,0%			
CNSR							
Norpar							
SVS			35,5%			56,5%	
SSPLV		89,7%	64,5%				
SCG					44,0%		
Autres actionnaires SSPLV					0,3%	43,5%	5,4%
Autres actionnaires SVI		10,3%			0,1%		0,0%
Autres actionnaires ST	0,2%				0,0%		0,0%
Autres actionnaires SVS					55,6%		7,7%
Autres actionnaires SCG							86,9%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Les sociétés sont présentées dans les différentes colonnes et leurs actionnaires en ligne en séparant l'actionnariat intragroupe des autres actionnaires.

La valeur des fonds propres de chacune des entités du groupe a ensuite été déterminée par transparence sur la base :

- des valeurs d'entreprise des sociétés opérationnelles (SVI, ST et CNSR) calculées selon une approche multicritère, à savoir par DCF, multiples de transactions comparables (multiples d'EBITDA et de quotas) ;*
- une valeur d'entreprise pour la société SVS liée à ses activités propres : facturation de prestations de services pour le groupe et activité agricole (ferme de Revelon). La valeur d'entreprise des autres sociétés non opérationnelles (NORPAR, SSPLV) est égale à zéro, en l'absence d'activité propre ;*
- des trésoreries nettes ajustées : chaque société dispose d'une réserve de trésorerie (y compris titres de participation hors groupe et actif d'impôts différés diminués des provisions à caractère de dette) ;*
- des titres de participation intragroupes de chaque société : ces titres ont été revalorisés sur la base des valeurs réelles obtenues à chaque niveau.*

Pour l'application des méthodes retenues à titre principal, nous avons retenu les éléments suivants :

Eléments prévisionnels

La Société nous a communiqué un budget mais n'a pas l'habitude d'établir de plan d'affaires à moyen terme. Nous avons en conséquence travaillé avec le management afin de formaliser les perspectives envisageables. Le processus a été mené de manière itérative à partir des données de budget par société pour l'exercice 2011/2012.

L'hypothèse centrale de travail repose sur une fin du régime des quotas en 2015, avec une modélisation sur deux années supplémentaires (2016, 2017) d'une phase de transition permettant de tendre vers des niveaux normatifs dans un modèle économique sans quota.

Nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions SVS soit 149 670 actions. Il n'existe pas d'actions potentielles. 1 078 actions sont auto-détenues et ont fait l'objet du traitement exposé ci-dessus.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Appliquant une méthode dite de somme des parties nous avons recalculé l'endettement financier net au niveau social de chacune des entités du groupe ainsi que présenté ci-dessous (les montants négatifs indiquent une situation de trésorerie nette) :

Endettement net social (30/09/2011)

K€ / au 30/09/2011	Trésorerie	Dettes fin	Titres*	Provisions	Dettes nettes
SSPLV	-84 518	12	0	0	-84 506
SVS	-40 819	29	-4	0	-40 794
ST	-61 281	1 749	-937	0	-60 469
SVI	-23 679	6 957	-882	0	-17 604
CNSR	-3 246	47	-34	0	-3 233
Norpar	-106 458	0	0	0	-106 458
SCG	-723	0	0	0	-723

* Titres de participation hors groupe

4. 21 Référence aux acquisitions de blocs d'actions SVS

Présentation de l'acquisition des blocs et des transactions liées

Le 31 janvier 2012, Cristal Union conclut avec les groupes familiaux Delloye, un contrat de cession d'actions, sur la base du protocole du 7 janvier, aux termes duquel les actionnaires cèdent à l'Initiateur leurs participations directes et indirectes représentant 94,46 % du capital de SVS, de la façon suivante :

- le groupe familial Xavier Delloye cède sa participation dans SCG détenant 43,88% de SVS
- les autres actionnaires familiaux cèdent, hors marché, un bloc de 75 695 actions SVS représentant 50,57% du capital au prix de 3 487,3 euros par action

Le prix est versé intégralement à la date de Closing.

L'article 11.2 du contrat prévoit qu'un complément de prix sera versé aux actionnaires familiaux cédants en cas de relèvement du prix de l'Offre.

Nous notons que l'article 11 du contrat de cession stipule que : « les Parties déclarent que les Cédants n'ont bénéficié d'aucun avantage particulier et que l'Opération ne comporte aucune opération connexe de nature à favoriser tout ou partie des Cédants par rapport aux actionnaires minoritaires du groupe Vermandoise ».

Nous avons étudié l'intégralité des accords et éléments mis à notre disposition, retraçant les différentes opérations intervenues entre l'Initiateur et les groupes familiaux Delloye, en particulier :

- les acquisitions de titres SCG réalisées par Anita (pour 18,04% du capital) et par Cristal Union (74,49% du capital) au prix de 72 689,66 euros par action ;
- l'acquisition de 100% du capital d'Anita par Cristal Union au prix de 13 767,75 euros par action ;
- l'acquisition des titres SVS au prix de 3 487,30 euros par action ;
- enfin, l'acquisition par SSPLV, se substituant à Cristal Union, de 5,83% du capital de SVI. Le prix de cette transaction est tenu confidentiel.

Nous nous sommes attachés à vérifier que les différents prix retenus pour chacune des transactions étaient, par transparence, cohérents avec le prix de 3 487,30 euros par action SVS offert aux actionnaires minoritaires de SVS et celui de 1 692,76 euros par action SSPLV offert aux actionnaires minoritaires de SSPLV.

L'examen des différents contrats et de leurs conditions financières n'a pas mis en évidence de clause de complément de prix ou de disposition de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre.

4. 22 Méthode des flux futurs actualisés

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

4.221 Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

[Note : conformément à l'article 231-19 3° du règlement général de l'AMF et à l'article 3 de l'instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006, la Société a décidé de préserver la confidentialité de certaines informations figurant à la présente section.]

Les données prévisionnelles portent sur une période de 6 ans (2012 - 2017).

Les principales hypothèses économiques retenues sont les suivantes :

- *une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires global de -0,6 % qui intègre les éléments suivants :*
 - *une évolution des prix du sucre sous quota et hors quota [...] ;*
 - *un retour à des niveaux moyens historiques des rendements de betteraves (91,7 t/ha) et de sucre (13,6 t/ha) ;*
- *une évolution du taux de marge d'EBITDA sur chiffre d'affaires [...].*

Les investissements représentent 3,1 % du chiffre d'affaires en moyenne sur la période.

Nous avons modélisé le BFR selon les indications données par la Société, il ressort à 6 % du chiffre d'affaires en moyenne sur la période 2008 - 2011.

4.222 Travaux d'évaluation

Année normative

Nous avons retenu les éléments suivants pour la modélisation du flux terminal :

- *une progression du chiffre d'affaires de 1,5 % correspondant au taux de croissance à long terme estimé ;*
- *un taux de marge d'EBITDA sur chiffre d'affaires de 20 % jugé normatif et pérenne par le management de la Société ;*
- *une convergence des amortissements et des investissements en année terminale ;*
- *un taux d'impôt de 34,43 % correspondant au taux d'impôt en vigueur en France ;*
- *un niveau de variation du besoin en fonds de roulement sur chiffre d'affaires équivalent à la moyenne observée sur le plan d'affaires.*

Coût moyen pondéré du capital

Le coût moyen pondéré du capital a été estimé sur la base :

- *d'un bêta de 0,8 désendetté : compte tenu de la faible corrélation des Beta issus de la base de données Datastream, nous avons retenu le Beta des analystes suivant les sociétés comparables qui retiennent en moyenne un Beta endetté de 1,0. Après désendettement sur la base de la structure financière des sociétés comparables, le Beta désendetté médian s'élève à 0,8 ;*
- *d'une prime de risque de 8,42 % (Associés en Finance, moyenne 6 mois à fin décembre 2011) ;*
- *d'un taux sans risque calculé par différence entre le rendement espéré du marché (Associés en Finance, moyenne 6 mois à fin décembre 2011) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 2,48 % ;*
- *d'une structure financière non endettée en raison de la situation positive de trésorerie du groupe.*

Sur ces bases, le taux d'actualisation, qui correspond au coût des fonds propres, ressort à 9,2 %.

Les flux financiers ont été actualisés à mi-période.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1,5 % correspondant à la fourchette basse des anticipations à long terme d'inflation pour la zone Euro.

Calculs de valorisation

Comme indiqué précédemment la valeur des titres SVS a été déterminée par revalorisation de chacune de ses participations et ajout de la valeur de l'activité propre de SVS (activité agricole et refacturation de prestations de services).

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de l'activité propre ressort à 7,7 M€ et la valeur des fonds propres à 433 M€, soit une valeur par action de 3 078 euros.

Les résultats d'une étude de sensibilité aux paramètres suivants :

- *+/- 0,5 point de taux d'actualisation,*
- *+/- 2 points de marge d'EBITDA sur chiffre d'affaires pour le flux terminal,*
- *+/- 0,25 point de croissance à l'infini*

sont présentés ci-après :

Sensibilité au WACC et à la marge terminale d'EBITDA

		Wacc				
		8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%
Marge d'EBITDA en flux terminal	16%	3 020	2 929	2 850	2 780	2 718
	18%	3 157	3 054	2 962	2 884	2 814
	20%	3 294	3 177	3 078	2 990	2 910
	22%	3 432	3 297	3 193	3 093	3 006
	24%	3 569	3 428	3 305	3 197	3 102

Sensibilité au WACC et à croissance à l'infini

		Wacc				
		8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%
Croissance à l'infini	1,0%	3 213	3 109	3 018	2 937	2 865
	1,3%	3 245	3 143	3 046	2 962	2 887
	1,5%	3 294	3 179	3 078	2 989	2 910
	1,8%	3 340	3 215	3 110	3 017	2 934
	2,0%	3 389	3 258	3 145	3 047	2 960

La valeur par action ressort dans une fourchette de 2 962 euros à 3 193 euros, avec une valeur centrale à 3 078 euros par action.

Le prix proposé offre une prime de 9 % à 18 % par rapport aux valeurs haute et basse résultant de l'analyse des flux futurs actualisés (DCF).

4. 23 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée (fabrication de sucre blanc en Europe). Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Nous avons retenu deux transactions permettant d'extérioriser des multiples de quotas et d'EBITDA :

- L'acquisition fin 2008 par Associated British Foods de l'activité sucre de Ebro Puleva, « Azucarera Ebro » : en novembre 2008, le groupe agroalimentaire espagnol Ebro Puleva a conclu un accord avec le groupe Associated British Foods (propriétaire de British Sugar) afin de lui vendre son activité de sucre en Espagne soit 4 sucreries, représentant un quota total de 378 000 tonnes de sucre ;
- L'acquisition en juillet 2008 par Nordzucker de l'activité sucre de Danisco, société danoise qui s'est recentrée sur les ingrédients alimentaires et les édulcorants. L'activité cédée représente un quota total de 923 000 tonnes de sucre.

Nous avons également étudié la récente opération de privatisation de la société sucrière polonaise KSC National Sugar Company, qui permet de déterminer un multiple de quotas, la société détenant 550 086 tonnes de quotas de sucre. En revanche, les informations publiques disponibles ne permettent pas de déterminer un multiple d'EBITDA.

Transactions comparables retenues

Date d'annonce	Cible	Acquéreur	Cédant	Monnaie	VE	VE / Quota (K€)	VE / EBITDA
sept.-11	National Sugar Company (KSC)	Planteurs	Etat polonais	EUR	349	635	na
nov.-08	Azucarera Ebro (sugar business)	Associated British Foods	Ebro Puleva	EUR	385	1 019	5,37
juil.-08	Danisco's sugar business	Nordzucker	Danisco	EUR	730	791	5,42
Moyenne						815	5,39

L'application de ces multiples aux agrégats des sociétés opérationnelles détenues par SVS (SVI et ST, CNSR étant évaluée par DCF), fait ressortir des valeurs comprises entre 2 633 euros par action et 2 813 euros par action. Le prix de l'Offre fait ressortir par rapport à ces valeurs des primes comprises entre 24 % et 32 %.

4.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre d'information

4.31 Cours de bourse

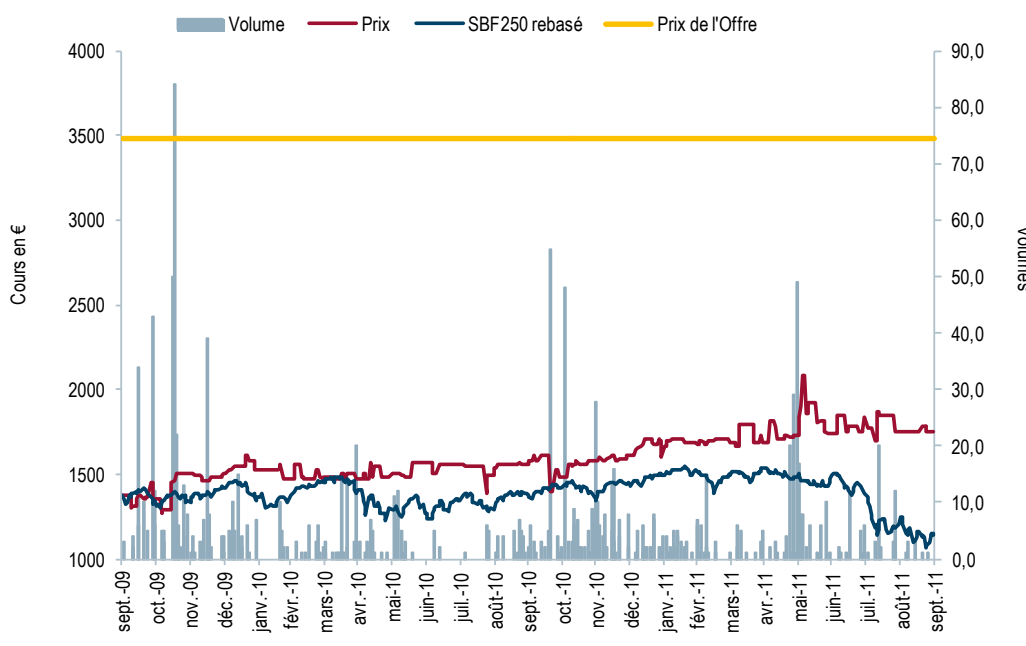
Les actions Société Vermandoise de Sucreries sont cotées sur le marché NYSE-Euronext Paris compartiment B.

Le capital est détenu historiquement à hauteur de 95,3 % par les actionnaires familiaux (hors autocontrôle). Avant opération, le flottant s'élevait à 4,7 %.

Les volumes d'échange quotidiens sont très limités. Ainsi, le nombre total d'actions échangées sur les 12 derniers mois au 30 septembre 2011, dernier jour avant annonce du projet d'acquisition par Cristal Union, s'élève à moins d'un millier de titres. Rapporté au nombre d'actions en circulation, il fait ressortir un taux de rotation de moins de 1 % du capital et de 10 % du flottant.

Le graphe suivant présente l'évolution du cours et des volumes d'échanges sur le titre SVS durant les 24 derniers mois précédant l'annonce de l'opération. Le titre a évolué dans une fourchette de 1 271 euros à 2 088 euros, progressant sur la période de 27 % alors que dans le même temps l'indice SBF 250 perdait 17 %.

Evolution du cours de bourse de SVS



Le titre SVS ne fait l'objet d'aucun suivi régulier par des analystes financiers.

Les faibles volumes d'échanges constatés sur le titre limitent la pertinence de ce critère pour apprécier la valeur intrinsèque de la Société Vermandoise de Sucreries, c'est pourquoi nous ne l'avons retenu qu'à titre secondaire. Le cours de bourse constitue néanmoins un indicateur de valeur pour les actionnaires minoritaires.

Les primes ressortant du prix offert dans le cadre de la présente Offre par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an, ainsi qu'au 30 septembre 2011, sont les suivantes :

Etude du cours de bourse de SVS

Cours au 30/09/11	En euros	Prime/décote
Spot	1 755,00	99%
Moyen pondéré 1 mois	1 757,78	98%
Moyen pondéré 3 mois	1 816,04	92%
Moyen pondéré 6 mois	1 778,07	96%
Moyen pondéré 12 mois	1 657,54	110%
Plus haut 12 mois	2 088,00	67%
Plus bas 12 mois	1 395,00	150%

Source : Datastream

Le prix de l'Offre présente une prime de 99 % par rapport au cours spot au 30 septembre 2011 et un intervalle de primes compris entre 92 % et 98 % par rapport aux cours moyens pondérés de 1 à 6 mois.

Depuis la reprise de cotation, le titre n'a jamais dépassé le prix d'offre.

4. 32 Multiples boursiers de sociétés comparables

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité aux agrégats jugés pertinents.

Des sociétés cotées peuvent être considérées comparables dès lors qu'elles présentent de réelles similitudes avec la société analysée, en termes de :

- domaine d'activité (services, clientèle, secteur géographique) ;
- taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché) ;
- niveau et structure des marges ;
- perspectives de croissance de chiffres d'affaires et de marges.

Il n'existe pas de sociétés réellement comparables à SVS, les sociétés du secteur intervenant généralement sur différents segments de marché : sucre de bouche (alors que SVS n'est présente que sur le sucre industriel) et fabrication d'autres types de produits alimentaires. Les sociétés intervenant dans le secteur sont par ailleurs de taille significativement plus importante que SVS.

Nous n'utilisons ainsi cette méthode qu'à titre d'information, sur la base d'un échantillon composé de 4 sociétés cotées, avec un titre présentant une certaine liquidité, et présentes, pour au moins une partie de leur activité, sur le marché de la fabrication de sucre :

Croissance et marges

	Capi. Boursière en M€	CA 2011 en M€	Marge EBITDA 2011	Marge EBIT 2011
Tereos	800	2 423	16%	7%
Südzucker	4 274	6 558	14%	10%
Ass. British Foods	11 003	14 369	12%	9%
Agrana	1 157	2 329	11%	8%

source : Datastream / rapports annuels

Dans le cadre de la présente évaluation, nous avons retenu le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA, multiple usuellement utilisé par les analystes dans le secteur de l'agroalimentaire.

Nous n'avons pas retenu le multiple de chiffre d'affaires en raison des différences de rentabilité des sociétés (celle de SVS étant très variable en fonction des fluctuations des prix du sucre), ni les multiples d'EBIT, dépendant des politiques d'amortissement des sociétés.

Multiples (cours spots)

Au 30/09/N	EBITDA		
	2012E	2013E	2014E
Tereos	6,2 x	5,2 x	4,5 x
Südzucker	6,4 x	6,5 x	6,4 x
Ass. British Foods	7,0 x	6,5 x	6,5 x
Agrana	5,5 x	5,6 x	6,1 x
Moyenne	6,2 x	5,9 x	5,9 x
Médiane	6,3 x	6,1 x	6,3 x

source : Datastream

Sur la base des capitalisations boursières au 23 janvier 2012 des sociétés de l'échantillon, la méthode des multiples conduit à une fourchette de valeurs de 2 884 euros à 3 919 euros par action SVS.

Le prix de l'Offre fait ainsi ressortir une décote de 11% sur la fourchette haute et une prime de 21% sur la fourchette basse.

Nous notons que le haut de la fourchette est obtenu par application du multiple d'EBITDA 2012, or l'EBITDA prévisionnel de la Société sur l'exercice se terminant au 30 septembre 2012 est jugé exceptionnellement élevé par le management, en raison de conditions de campagne sucrière particulièrement favorables.

5. Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la note d'information

CA CIB, banque présentatrice de l'opération, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et avons échangé avec les représentants de la banque présentatrice, qui nous ont également communiqué leur rapport d'évaluation.

La banque présentatrice a retenu une méthode de calcul par somme des parties valorisant les différentes entités du groupe. Nous n'avons pas de divergence sur ce point ayant retenu la même approche.

Nombre d'actions de référence

Nous n'avons pas noté de différence sur les nombres d'actions retenus par la banque présentatrice pour effectuer les calculs de débouclage des boucles d'autocontrôle, ni sur le nombre d'actions de la Société.

Passage EV/EQ

Procédant à une somme des parties sur la base des éléments sociaux des entités du groupe, la banque présentatrice a retenu pour chacune des entités l'endettement net suivant :

Endettement net social retenu par la banque présentatrice (30/09/2011)

K€ / au 30/09/2011	Trésorerie	Dette fin	Titres*	Provisions	Dette nette
SSPLV	-84 518	12	0	0	-84 506
SVS	-40 819	29	-4	395	-40 399
ST	-61 281	1 749	-937	1 212	-59 257
SVI	-23 679	6 957	-882	8 053	-9 550
CNSR	-3 246	47	-34	0	-3 233
Norpar	-106 458	0	0	0	-106 458
SCG	-723	0	0	0	-723

* Titres de participation hors groupe

Les différences avec nos propres calculs concernent les provisions, notamment pour retraites, que nous n'avons pas déduites de la trésorerie considérant que celles-ci étaient déjà prises en compte dans les flux du plan d'affaires et faisaient partie intégrante du besoin en fonds de roulement.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice

La banque présentatrice a écarté les méthodes de l'actif net comptable et du rendement, que nous avons également écartées.

Concernant le rejet de la méthode de l'actif net réévalué, la Somme des parties que la banque a mise en œuvre par ailleurs, s'apparente de fait selon nous à un actif net réévalué, chaque partie étant réévaluée sur la base de flux futurs actualisés ou de multiples.

La banque présentatrice a également écarté la méthode des multiples des sociétés comparables pour sa Somme des parties, approche que nous avons retenue à titre indicatif, sur un échantillon composé de Tereos, Südzucker, Associated British Foods et Agrana.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice

5.2.1 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie ou Discounted Cash Flows (DCF)

[Note : conformément à l'article 231-19 3° du règlement général de l'AMF et à l'article 3 de l'instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006, la Société a décidé de préserver la confidentialité de certaines informations figurant à la présente section.]

La banque présentatrice a mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels sur la base d'un plan d'affaires fondé sur les hypothèses opérationnelles de l'Initiateur. Ces hypothèses ont été ajustées pour tenir compte des spécificités du groupe Vermandoise. La période de prévision s'étend sur les exercices 2011/2012 à 2015/2016 [...].

Nous avons pour notre part construit avec le management de Vermandoise une approche de Business Plan, sur la base du budget 2012 et une première approche de prévision 2013, que nous avons extrapolés sur 4 ans (période correspondant à 2 années de phase de transition après la fin des quotas). [...]

La banque présentatrice a retenu une hypothèse de croissance à l'infini de 1,5%, identique au taux retenu dans nos travaux.

Le taux d'actualisation s'établit à 9,7% pour la banque présentatrice contre 9,2% dans nos travaux. Nous avons retenu le même bêta de 0,8. La différence provient des hypothèses de taux sans risque (2,8 % pour la banque présentatrice

qui retient une source Bloomberg et 2,5 % dans nos travaux sur une source Associés en Finance) et de prime de marché (8,7 % pour la banque présentatrice, source Détoyat, et 8,4 % dans nos travaux selon Associés en Finance).

Sur la base de la méthode des flux de trésorerie actualisés, la fourchette de valeurs obtenue par la banque présentatrice est comprise entre 2 832 euros et 3 150 euros par action, la valeur centrale ressortant à 2 972 euros. Nos calculs aboutissent à une fourchette de valeurs entre 2 962 euros et 3 193 euros (valeur centrale à 3 078 euros).

5.2.2 Multiples des transactions comparables

La banque présentatrice a retenu un échantillon de quatre transactions comparables dont deux réalisées en 2006 que nous n'avons pas prises en compte, compte tenu de leur ancienneté. Nous avons en revanche utilisé les deux autres transactions (acquisition de Azucarera Ebro par British Sugar et acquisition de la branche sucre de Danisco par Nordzucker), pour lesquelles nous avons retenu les multiples de quotas et d'EBITDA, approche identique à celle de la banque présentatrice.

Nous avons également intégré à notre échantillon la cession par l'état polonais de 79% du capital de KSC en novembre 2011. Nous n'avons retenu cette transaction que pour la détermination du multiple de quotas, les informations sur l'EBITDA n'étant pas disponibles.

5.2.3 Référence à la transaction du 31 janvier 2012 portant sur un bloc majoritaire

Nous n'avons pas de commentaire sur la référence au prix des acquisitions réalisées le 31 janvier 2012, ayant nous-mêmes retenu cette référence à titre principal.

5.2.4 Analyse du Cours de bourse

Nous n'avons pas de commentaire sur les analyses de la banque. Nous n'avons cependant retenu cette méthode qu'à titre informatif, le titre affichant une très faible liquidité.

6. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert

6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 3 487,3 euros, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

	Valorisation de SVS en € - Expert indépendant -	Prime / (décote) sur le prix d'offre (3 487€)	Etablissement présentateur
Méthodes retenues à titre principal			
Transaction du bloc majoritaire	3 487,3		3 487,3
DCF	2 962 3 193	9,2% 17,7%	2 832 3 150
Transactions comparables - VE/EBITDA	2 813	24,0%	2 553 2 911
Transactions comparables - Quotas	2 633	32,4%	2 668 3 044
Méthodes retenues à titre informatif			
Cours de bourse - spot 30/09/2011	1 753	98,7%	1 755
Cours de bourse - moy 1 mois	1 758	98,4%	1 758
Cours de bourse - moy 3 mois	1 816	92,0%	1 816
Cours de bourse - moy 6 mois	1 778	96,1%	1 778
Multiples boursiers	2 884 3 919	-11,0% 20,9%	n/a

Ces primes sont calculées par rapport à la valorisation de l'action Société Vermandoise de Sucreries avant opération (« stand alone »), c'est-à-dire sans prise en compte de l'incidence éventuelle des économies potentielles susceptibles d'être dégagées à l'issue de l'opération. L'Initiateur nous a confirmé que l'opération n'était pas susceptible d'engendrer de synergies significatives chiffrables à l'heure actuelle. La lettre d'offre indique explicitement que « aucune restructuration industrielle n'est envisagée » et que « l'Opération n'aura pas de conséquences sur l'organisation et la situation de l'emploi. »

6.2 Attestation sur le caractère équitable du prix offert

Ainsi que rappelé en préambule, la présente Offre fait suite à l'acquisition par Cristal Union de blocs de titres lui conférant la majorité du capital et des droits de vote de Société Vermandoise de Sucreries, ce qui l'a conduit à déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur le reste du capital.

Notre rapport est établi, conformément à l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF, au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du Conseil de surveillance de Société Vermandoise de Sucreries et dans la perspective d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire, qui interviendrait si Cristal Union venait à détenir plus de 95 % du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de la présente Offre.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 3 487,3 euros par action offert dans le cadre de la présente Offre :

- est identique au prix payé aux principaux actionnaires de la Société, à l'occasion des transactions permettant à Cristal Union d'acquérir le contrôle de la Société (les cessions de titres portent sur 94,46 % du capital avant dilution). Après analyse des contrats, vérification que les prix des transactions sur les différentes sociétés du groupe correspondaient par transparence au prix offert dans le cadre de la présente Offre, et en l'absence d'accord complémentaire pouvant avoir une incidence sur les conditions financières des transactions, nous considérons que le prix ressortant de cette acquisition du contrôle de la Société constitue une référence essentielle ;
- fait ressortir des primes comprises entre 9 % et 18 % par rapport aux valeurs issues d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF), étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur ;
- fait apparaître des niveaux de primes significatifs par rapport aux valeurs issues de l'application de multiples de transactions intervenues dans le secteur.

Bien que la pertinence du cours de bourse de Société Vermandoise de Sucreries soit limitée compte tenu de la très faible liquidité du titre, nous notons que le prix offre des primes substantielles par rapport à celui-ci (98,7 % par rapport au cours spot au 30 septembre 2011, veille de l'annonce de l'opération, et entre 92,0 % et 98,4 % par rapport aux moyennes pondérées sur différentes périodes allant jusqu'à 6 mois). L'opération offre ainsi aux actionnaires de Société Vermandoise de Sucreries une liquidité immédiate à un prix très supérieur aux cours historiquement observés.

En l'absence de sociétés cotées réellement comparables, la méthode des multiples boursiers n'a été utilisée qu'à titre d'information. Elle ne remet pas en cause le caractère équitable des conditions de la présente Offre.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 3 487,3 euros par action que l'Initiateur envisage de proposer dans la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Société Vermandoise de Sucreries. Cette conclusion s'applique également à la procédure de retrait obligatoire qui pourrait être mise en œuvre à l'issue de la présente Offre si l'Initiateur venait à détenir plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société.

*Fait à Paris,
le 31 janvier 2012*

Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES

ANNEXE 1 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et arbitrage.

Ricol Lasteyrie a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

ANNEXE 2 : LISTE DES MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE RECEMMENT REALISEES PAR RICOL LASTEYRIE

Depuis deux ans, Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Initiatrice	Banques présentatrices	Type d'offre
octobre-11	eFront	EFR Holdings SAS	CM-CIC Securities	OPAS
septembre-11	Proservia	Manpower	Invest Securities	OPAS
septembre-11	Bouygues	Bouygues	BNP Paribas, Crédit Agricole CIB, HSBC, Rothschild, Société Générale CIB	OPRA
juillet-11 octobre-11	Groupe Outremer Telecom	OMT Invest	Société Générale	OPAS suivie d'un RO
mai-11	Gecimed	Gecina	Natixis	OPR-RO
mai-11	Electricité et Eaux de Madagascar	Electricité et Eaux de Madagascar	Oddo Corporate Finance	OPRA
mars-11	SFERT	Manitou	Lazard	Fusion absorption
février-11	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufilize OBC (groupe ABN)	OPRA
février-11 août-10	Emailvision	EMV Holdco SAS	Oddo Corporate Finance	Garantie de cours suivie d'une OPR-RO
juillet-10	APRR	Eiffarie	Société Générale	OPR
juillet-10	Ginger	Grontmij	RBS	OPA
mai-10	IMS	Jacquet Metals	Crédit Agricole CIB / Messier Partners	Fusion absorption
mars-10	Elf Aquitaine	TOTAL S.A.	BNP Paribas	OPR-RO
février-10	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufilize OBC (groupe ABN)	OPRA
avril-09	Gecimed	Gecina	Oddo Corporate Finance	OPM (Mixte)
janvier-09	Distriborg	Wessanen France Holding SAS	ING	OPR-RO
janvier-09	Wavecom	Sierra Wireless France SAS	Lazard Frères	OPA

ANNEXE 3 : ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Ricol Lasteyrie adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERÇUE

Pour cette mission, notre rémunération s'est élevée à 150 000 euros, hors taxes et hors frais. Cette rémunération inclut le travail réalisé dans le cadre de l'Offre sur Société Sucrière de Pithiviers le Vieil.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
Identification des risques et orientation de la mission
Collecte des informations et des données nécessaires à la mission
Appréciation du contexte de l'Offre : • Discussions avec les dirigeants et les actionnaires familiaux de la Société • Echanges avec les conseils de la Société et de l'Initiateur
Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de Société Vermandoise de Sucreries
Analyse du protocole de cession et d'acquisition d'actions du 7 janvier 2012 Etude approfondie des différentes transactions sur les titres des sociétés du groupe Analyse des débouclages d'auto-contrôle
Construction d'une approche fondée sur les flux futurs : • Analyse des perspectives avec le management de la Société • Travaux d'évaluation et analyses de sensibilité
Mise en œuvre des méthodes analogiques : • Comparables boursiers • Transactions comparables
Analyse du cours de bourse : • Analyse de la liquidité • Analyse de l'évolution du cours
Echanges avec le comité adhoc du Conseil de surveillance de la Société
Analyse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre de la banque présentatrice
Revue de cohérence entre le rapport de l'expert et le projet de note d'information
Obtention d'une lettre d'affirmation des représentants de la Société et de l'Initiateur
Note de synthèse
Revue indépendante
Rédaction du rapport
Présentation des conclusions à la Société

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- *Présentation de l'opération: 18 novembre 2011*
- *Visite de la sucrerie de Sainte Emilie : 13 décembre 2011*
- *Réunions avec le management sur les comptes et le plan d'affaires : 13 et 16 décembre 2011, 17 et 20 janvier 2012*
- *Echanges avec la banque présentatrice et le conseil de l'Initiateur : 15 décembre 2011*
- *Echanges avec l'Initiateur sur le plan d'affaires : 27 décembre 2011*
- *Réunions avec le comité adhoc du Conseil de surveillance : 22 décembre 2011, 10 et 27 janvier 2012*
- *Remise d'un pré-rapport : 27 janvier 2012*
- *Remise du rapport définitif : 31 janvier 2012*

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES

Société Vermandoise de Sucreries

- *Monsieur Denis Delloye, Directeur Général Délégué*
- *Monsieur Stanislas Wedrychowski, Secrétaire Général*
- *Monsieur Philippe Owczarek, Directeur des Comptabilités Groupe*

Cristal Union

- *Monsieur Jean-François Javoy, Secrétaire Général*

Banque Présentatrice, CA CIB

- *Monsieur Loïc de Cacqueray, vice president, mergers and acquisitions*
- *Monsieur Guillaume Petit, associate, mergers and acquisitions*

Conseils financiers de l'Initiateur

Bucéphale Finance

- *Monsieur Sébastien Caillé, Director*
- *Monsieur Valentin Werlé, Associate*

CA CIB

- *Monsieur Loïc de Cacqueray, vice president, mergers and acquisitions*
- *Monsieur Guillaume Petit, associate, mergers and acquisitions*

Avocats conseils de l'Initiateur, Brandford-Griffith & Associés

- *Maître Henri Brandford-Griffith*
- *Maître Nicolas Cuntz*

Avocats conseils de Société Vermandoise de Sucreries, De Pardieu Brocas Maffei

- *Maître Patrick Jaïs*
- *Maître Cédric Chanas*

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

- Informations significatives communiquées par l'Initiateur et ses conseils
 - *Projet de note d'information relative à l'Offre*
 - *Protocole de cession et d'achat d'actions signé le 7 janvier 2012, et ses annexes*
- Informations significatives communiquées par la Société :
 - *Présentation de la Société*
 - *Budget pour l'exercice 2011/2012*
- Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :
 - *Rapport de valorisation*
- Informations de marché :
 - *Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker*
 - *Données de marché : Datastream et Associés en Finance*

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- *Sonia Bonnet-Bernard, expert-comptable et commissaire aux comptes, dotée de 25 ans d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation. Elle est membre du Collège de l'Autorité des Normes Comptables et vice-présidente de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) ;*
- *Alban Eyssette, associé, diplômé de l'ESC Toulouse et de Paris IX Dauphine (DESS de Finance d'Entreprise), justifiant d'une expérience de plus de 15 ans comme analyste financier, est présent chez Ricol Lasteyrie depuis 3 ans. Il est administrateur de la Société Française des analystes financiers (SFAF) ;*
- *Damien Le Berre, analyste, Diplômé de l'ESSEC et d'une maîtrise de Droit des Affaires (Université Paris 1 Panthéon – Sorbonne), Damien a intégré Ricol Lasteyrie en avril 2010 après plusieurs expériences acquises en Fusions - Acquisitions. Au sein des équipes Ricol Lasteyrie, il participe notamment à des missions de valorisation d'entreprises et d'attestation d'équité et, tout particulièrement, dans le secteur Banques & Assurances.*
- *Romain Le Théo, diplômé de l'Université Paris IX Dauphine (MSG Finance et 3ème cycle en Management International en partenariat avec l'American University of Washington D.C) et de Sciences Po Paris (DEA d'Economie), Romain Le Théo a rejoint Ricol Lasteyrie en janvier 2010 en qualité d'analyste au sein du pôle expertise indépendante, après avoir débuté sa carrière chez Associés en Finance en qualité d'analyste évaluateur, responsable du secteur des télécoms et nouvelles technologies. Il a participé à une quinzaine d'opérations d'attestation d'équité.*

La revue indépendante a été effectuée par Joelle Lasry (Associée). »

11. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société SVS seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de SVS (www.vermandoise.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de SVS.

12. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Alain Commissaire
Président du directoire de la Société Vermandoise de Sucreries