

NOTE D'INFORMATION

ETABLIE PAR



**EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA
SOCIETE ELIXENS**

INITIEE PAR

LA SOCIETE YRIEL SARL

Agissant de concert avec les membres de la famille Alves



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n°13-025 en date du 5 février 2013 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par ELIXENS et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1-I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La présente note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'ELIXENS (<http://www.elixens.com>), et mis gratuitement à la disposition du public au siège d'ELIXENS (83-85, boulevard Vincent Auriol 75013 Paris).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'ELIXENS requises par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités.

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

SOMMAIRE

1	CONTEXTE DE L'OFFRE	3
2	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	4
3	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	5
3.1	<i>Structure et répartition du capital de la Société</i>	<i>5</i>
3.2	<i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions</i>	<i>5</i>
3.3	<i>Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce</i>	<i>6</i>
3.4	<i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci</i>	<i>6</i>
3.5	<i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....</i>	<i>6</i>
3.6	<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>6</i>
3.7	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire et du conseil de surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société</i>	<i>6</i>
3.8	<i>Pouvoirs du directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions</i>	<i>7</i>
3.9	<i>Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts.....</i>	<i>7</i>
3.10	<i>Accords prévoyant des indemnités pour les membres du directoire ou du conseil de surveillance ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....</i>	<i>7</i>
4	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	8
5	ADDENDUM AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	72
6	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	74
7	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE.....	76
8	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT ELIXENS	77
9	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPONSE	78

La société Yriel (ci-après "**YRIEL**" ou l'"**Initiateur**"), de concert avec Monsieur et Madame Emmanuel Alves, ainsi qu'avec Monsieur Jean-Pascal Abdelli et Madame Carole Abdelli (ci-après, ensemble avec YRIEL, le "**Concert Alves**") détient 1 913 790 actions ELIXENS représentant 87,02% du capital et des droits de vote théoriques d'ELIXENS (soit 2 199 182 droits de vote en incluant les droits de vote théoriques attachés aux actions autodétenues). Au 14 janvier 2013, 3 156 actions étaient détenues dans le cadre d'un contrat de liquidité conclu entre Monsieur Emmanuel Alves et Madame Carole Abdelli et la société BIL FINANCE (le « Contrat de Liquidité »). Compte tenu de la mise en œuvre de la présente opération, ce contrat a été résilié le 25 janvier 2013. Conformément à ses termes, les actions détenues dans le cadre de ce contrat seront restituées à Monsieur Emmanuel Alves et à Madame Carole Abdelli, à hauteur respectivement de 2 104 et 1 052 actions.

Sur la base du nombre de droits de vote réels (excluant les droits de vote théoriques attachés aux actions autodétenues), soit 2 021 807, le Concert Alves détient 94,66% des droits de vote de la société ELIXENS.

A ce jour, un nombre de 177 375 actions ELIXENS sont autodétenues, soit 8,07 % de son capital.

ELIXENS (alors nommée ORGASYNTH) est entrée en bourse en 1996 et n'a depuis réalisé aucune levée de fonds sur le marché.

Compte tenu de la très faible part du capital désormais détenue par le public, soit 4,91% du capital et des droits de vote théoriques d'ELIXENS, le Concert Alves souhaite à l'issue de l'offre procéder à un retrait obligatoire entraînant la radiation des titres ELIXENS de la cote.

YRIEL s'est donc engagée irrévocablement auprès de l'AMF à proposer aux actionnaires de la société ELIXENS, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 4 398 364 euros, dont le siège social est situé 83-85 boulevard Vincent Auriol 75013 Paris, immatriculée sous le numéro unique d'identification 341 267 573 RCS Paris (ci-après "**ELIXENS**" ou la "**Société**") et dont les actions sont admises aux négociations sur NYSE Euronext à Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR0000054611, d'acquérir la totalité de leurs actions ELIXENS au prix de 20,12 euros par action dans les conditions décrites dans le projet de note d'information déposé le 18 janvier 2013 auprès de l'AMF (ci-après l'"**Offre**")

En application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur, agissant de concert avec les membres de la famille Alves, demandera à l'AMF, dès la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire par transfert des actions ELIXENS non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société, les actions détenues par ceux-ci ne représentant pas plus de 5% du capital d'ELIXENS, moyennant une indemnité de 20,12 euros par action égale au prix de l'Offre.

Les actions de la Société seront alors radiées de NYSE Euronext Paris le jour du retrait obligatoire.

En application des dispositions des articles 261-1 I 1° et II du Règlement général de l'AMF, ELIXENS a désigné, lors de son conseil de surveillance du 12 décembre 2012, le cabinet Ledouble, en qualité d'expert indépendant afin d'attester du caractère équitable du prix proposé dans le cadre de l'Offre et dans la perspective du Retrait Obligatoire. Le rapport de l'expert indépendant est reproduit ci-après au paragraphe 4 du présent document.

Dans l'hypothèse, où un Retrait Obligatoire ne pourrait pas être mis en œuvre à l'issue de l'Offre, ELIXENS pourrait demander la radiation de ses titres en adressant une demande en ce sens à NYSE Euronext.

La Société n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

S'agissant des 177 375 actions ELIXENS autodétenues, celles-ci ne peuvent pas être apportées à l'Offre, compte tenu de leur affectation aux objectifs fixés dans le cadre de son programme de rachat.

La Société n'a connaissance d'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

3 INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

3.1 Structure et répartition du capital de la Société

Le capital social d'ELIXENS est fixé à 4 398 364 euros. Il est divisé en 2 199 182 actions de 2 euros de valeur nominale.

Au 14 janvier 2013, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

	nombre d'actions	% du capital et des droits de vote théoriques
YRIEL SARL	1 229 663	55,91%
M. E. ALVES et son épouse	479 652	21,81%
M. J.P. ABDELLI	98 517	4,48%
Mme C. ABDELLI	102 802	4,67%
Contrat de liquidité	3 156	0,14%
Sous total groupe ALVES	1 913 790	87,02%
Autodétention (hors contrat de liquidité)	177 375	8,07%
Public	108 017	4,91%
Total	2 199 182	100,00%

Compte tenu de la résiliation du Contrat de Liquidité et de la restitution des actions concernées à M Emmanuel Alves et à Mme Carole Abdelli, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

	nombre d'actions	% du capital et des droits de vote théoriques
YRIEL SARL	1 229 663	55,91%
M. E. ALVES et son épouse	481 756	21,91%
M. J.P. ABDELLI	98 517	4,48%
Mme C. ABDELLI	103 854	4,72%
Sous total groupe ALVES	1 913 790	87,02%
Autodétention (hors contrat de liquidité)	177 375	8,07%
Public	108 017	4,91%
Total	2 199 182	100,00%

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

Il est précisé que l'article 12 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, dont la participation atteint un pour cent du capital social ou un multiple de cette fraction, est tenue d'en informer la Société dans un délai de quatre jours de négociation à compter du jour du franchissement du seuil et au plus tard avant la clôture des négociations du quatrième jour.

Aucun autre actionnaire détenant plus de 1% du capital ne s'est fait connaître auprès de la Société.

3.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce

A la connaissance de la Société, à la date du projet de note d'information en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué au point 3.1 ci-dessus.

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

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

ELIXENS n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel.

3.6 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

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

3.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire et du conseil de surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

La Société est dirigée par un directoire qui exerce ses fonctions sous le contrôle d'un conseil de surveillance.

Directoire

Le directoire est composé de deux membres au moins et de cinq membres ou sept au plus (tant que les actions seront admises aux négociations sur un marché réglementé).

Les membres du directoire (qui doivent être des personnes physiques) sont nommés pour une durée de quatre ans par le conseil de surveillance qui confère à l'un d'eux la qualité de président. Ils sont toujours rééligibles. Ils peuvent être révoqués par l'assemblée générale des actionnaires ou par le conseil de surveillance.

Aucun membre du directoire ne peut être âgé de plus de quatre-vingts ans. Un membre du directoire est réputé démissionnaire d'office à la clôture de l'exercice auquel il a atteint cet âge.

Conseil de surveillance

Le conseil de surveillance est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus.

Les membres du conseil de surveillance (qui peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales) sont nommés par l'assemblée générale des actionnaires pour une durée de six ans expirant à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat. Ils sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale des actionnaires.

A l'issue de chaque assemblée générale annuelle, le nombre des membres du conseil de surveillance ayant dépassé l'âge de quatre-vingt-cinq ans à la clôture de l'exercice sur les comptes duquel statue l'assemblée ne peut être supérieur au tiers des membres en fonction. Lorsque cette limitation se trouve dépassée, les membres les plus âgés sont réputés démissionnaires d'office.

En cas de vacance, le conseil de surveillance peut, entre deux assemblées générales des actionnaires, procéder à des nominations provisoires qui seront soumises à la ratification de l'assemblée générale ordinaire.

Modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire de la Société est compétente pour modifier les statuts, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

3.8 Pouvoirs du directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le directoire est investi des pouvoirs les plus étendus à l'égard des tiers pour agir en toute circonstance au nom de la Société dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux que la loi attribue expressément au Conseil de surveillance et aux assemblées d'actionnaires et de ceux qui requièrent l'autorisation préalable du Conseil de surveillance.

Le directoire dispose à ce jour des autorisations suivantes, consenties par l'assemblée générale des actionnaires du 12 juin 2012 :

- Autorisation de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions, étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite de 10% du capital social existant à la date de l'opération et pour une durée de vingt-quatre mois et expirera le 10 juin 2013 ;
- Autorisation d'augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices, primes d'émission ou primes d'apport étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite d'un montant nominal maximum de 5 601 636 euros et pour une durée de vingt-six mois et expirera le 10 août 2013.

3.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

La Société n'a conclu aucun accord qui serait modifié ou prendrait fin en cas de changement de contrôle. En tout état de cause, l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

3.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du directoire ou du conseil de surveillance ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

La Société n'a conclu aucun accord avec les membres du directoire ou les salariés prévoyant des indemnités s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

Elixens

Offre Publique d'Achat Simplifiée

--

ATTESTATION D'EQUITE

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (l'OPAS ou l'Offre) initiée par la société Yriel SARL (Yriel ou l'Initiateur) agissant de concert avec les membres de la famille Alves en la personne de Monsieur et Madame Emmanuel Alves, Monsieur Jean-Pascal Abdelli et Madame Carole Abdelli (le Concert) sur les titres de la société Elixens (la Société ou la Cible), et d'une procédure de retrait obligatoire qui pourrait s'ensuivre, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de surveillance d'Elixens du 12 décembre 2012, de nous prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires visés par l'OPAS, du prix d'Offre de **20,12 €** par action Elixens.

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre des articles 261-1.I 1^o et 261-1.II² du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08, elle-même complétée des recommandations AMF du 28 septembre 2006³. Il nous a été confirmé par la Société qu'aucun accord particulier susceptible de justifier notre intervention au titre de l'article 261-1 I 4° n'avait été conclu⁴; notre désignation en qualité d'expert indépendant s'entend donc exclusivement au sens des articles 261-1.I 1° et 261-1.II du règlement général de l'AMF.

La présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I⁵ du règlement général de l'AMF.

¹ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, **de son conseil de surveillance** ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

[...]

1° Lorsque la société visée [Elixens] est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre [Yriel] ;

[...] ».

² Article 261-1 II du règlement général de l'AMF :

« La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en oeuvre d'un **retrait obligatoire** sous réserve des dispositions de l'article 237-16 ».

³ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

⁴ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« 4° Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée. »

⁵ Extrait de l'article 262-1.I : « L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance ..., une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité ».

Indépendance

Ledouble SA est indépendant d'Elixens, d'Yriel et du Concert, ainsi que de Banque Palatine, établissement présentateur de l'Offre :

- Ledouble SA n'a aucun lien juridique ou financier avec Elixens ou ses actionnaires de référence⁶ ;
- Nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêt au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble SA au cours des dernières années écoulées, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées⁷ ;
- Nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur⁸.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre telle que décrite ci-dessous (§ 1) et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en **annexe 5**.

Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006⁹. Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la présente mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

⁶ Pour information, nous indiquons que Dominique Ledouble a été, à deux reprises dans le passé, consulté par M. Alves sur la faisabilité de l'opération qui est aujourd'hui proposée.

⁷ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble SA ayant participé à la mission, et dont les profils figurent en **annexe 5**.

⁸ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

⁹ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance de l'activité et de l'environnement de la Société et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritères d'Elixens ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le prix d'Offre sur les différents critères d'évaluation.

Ces diligences ont comporté notamment :

- l'analyse des modalités de déroulement de l'OPAS, sur la base :
 - d'entretiens avec des représentants d'Elixens et d'Yriel, ainsi que de Banque Palatine¹⁰ et Maître Bernard Pommier¹¹ ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3** ;
 - des projets de notes d'information de l'Initiateur et de la Société en réponse destinées à l'AMF ;
- l'examen de l'information publique et réglementée d'Elixens et des communiqués d'Elixens accessibles sur le site Internet de la Société¹² ;
- le recensement des faits ayant marqué la vie d'Elixens au cours des trois derniers exercices, à la lecture des procès-verbaux des assemblées générales ainsi que des organes d'administration et de surveillance ;
- l'exploitation des autres informations issues de nos propres bases de données, notamment l'étude d'un échantillon de sociétés cotées que nous avons jugé comparables, présentées en **annexe 7** et en **annexe 8** ;
- l'intégration dans nos modèles de valorisation, des données budgétaires de 2012 et prévisionnelles de 2013 à 2017 élaborées par le management d'Elixens ;
- le recoupement entre les différentes méthodes de valorisation employées pour évaluer l'action Elixens et une analyse de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres d'évaluation ;
- la confrontation de nos travaux avec ceux effectués par l'établissement présentateur.

¹⁰ Etablissement présentateur de l'Offre.

¹¹ Conseil juridique d'Elixens.

¹² http://www.elixens.com/index.php?option=com_content&view=article&id=60&Itemid=55&lang=fr [référence du 12 décembre 2012].

Affirmations obtenues

Nous avons obtenu des confirmations du management de la Société, sur l'absence :

- d'éléments de nature à porter atteinte à l'objectivité du prix de l'Offre et à modifier substantiellement la valeur des actions visées par l'Offre ;
- de tout dispositif pouvant s'assimiler à un complément de prix pouvant bénéficier à un actionnaire ou un groupe d'actionnaires en particulier.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs dans le cadre de notre mission était fiable et transmis de bonne foi, en particulier les données prévisionnelles.

Le management de la Société nous a confirmé l'absence d'accord écrit ou engagement verbal, explicite ou tacite, régissant l'Offre autre que la documentation recensée dans les notes d'information de l'Initiateur et de la Cible en réponse.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- les objectifs et le périmètre de l'Offre (§ 1) ;
- l'activité et l'environnement d'Elixens (§ 2) ;
- notre évaluation multicritères de l'action Elixens (§ 3) et la synthèse de ces travaux (§ 4) ;
- nos observations sur les éléments de valorisation de l'établissement présentateur (§ 5).

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires d'Elixens visés par l'Offre, dans la perspective d'une procédure de retrait obligatoire (§ 6).

Conventions de présentation

Les montants ci-après sont exprimés en :

- euros / dollars (€ / \$) ;
- milliers d'euros / de dollars (K€ / K\$) ;
- millions d'euros / de dollars (M€ / M\$).

Nous nous référons dans la présentation de nos travaux de valorisation du titre Elixens à des primes induites par les différents critères d'évaluation sur le prix d'Offre de 20,12 € proposé aux actionnaires visés par l'OPAS.

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Société dont les titres sont visés par l'Offre

Elixens, dont les titres sont visés par l'OPAS, est une Société Anonyme dotée d'un Directoire et d'un Conseil de surveillance¹³, au capital de 4.398.364 €¹⁴, sise 83-85, boulevard Vincent Auriol à Paris (75013), et immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Paris¹⁵.

La Société est dirigée par Madame Carole Abdelli, Présidente du Directoire ; la Présidence du Conseil de surveillance est assurée par M. Emmanuel Alves.

Les actions composant le capital d'Elixens, actuellement au nombre de 2.199.182 (§ 1.4.1), sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé NYSE Euronext¹⁶ ; depuis l'introduction en bourse en 1996, Elixens n'a réalisé aucune levée de fonds sur le marché.

L'ensemble formé par Elixens et ses filiales est désigné ci-après sous le vocable Groupe Elixens (le **Groupe**).

1.2 Société initiant l'Offre

Yriel, qui initie l'Offre, de concert avec Monsieur et Madame Emmanuel Alves, Monsieur Jean-Pascal Abdelli et Madame Carole Abdelli, est une Société à Responsabilité Limitée, au capital de 10.848.750 €¹⁷, sise 83-85, boulevard Vincent Auriol à Paris (75013), et immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Paris¹⁸.

¹³ Historiquement constituée sous la forme d'une Société Anonyme à Conseil d'administration, Elixens a adopté la forme de Société Anonyme à Directoire et Conseil de surveillance par Assemblée Générale Extraordinaire du 30 mars 2012.

¹⁴ 2.199.182 actions (§ 1.4.1) * valeur nominale unitaire de l'action Elixens : 2 € = capital social : 4.398.364 €.

¹⁵ Sous le numéro 341 267 573 RCS Paris.

¹⁶ Sous le code ISIN FR0000054611.

¹⁷ 7.232.500 parts sociales * valeur nominale unitaire de la part Yriel : 1,5 € = 10.848.750 €.

¹⁸ Sous le numéro 429 672 579 RCS Paris.

Cette société holding, dont le principal actif est constitué de sa participation dans Elixens¹⁹, est dirigée par Monsieur Emmanuel Alves, en sa qualité de gérant.

Les parts sociales d'Yriel sont réparties entre ses trois associés dans les proportions suivantes :

- Monsieur Emmanuel Alves : 750.250 parts en pleine propriété et 4.500.000 parts en usufruit ;
- Madame Carole Abdelli : 1.982.000 parts en pleine propriété et 4.500.000 parts en nue propriété ;
- Madame Michèle Alves : 250 parts en pleine propriété.

1.3 Objectifs de l'Offre

Au vu de la très faible part du capital et des droits de vote détenue par le Public (§ 1.4.1) la présente Offre vise un retrait obligatoire entraînant la radiation de la cote des titres Elixens. L'Offre permettra à Yriel de se renforcer au capital d'Elixens, tout en offrant une liquidité aux actionnaires minoritaires de la Cible ; elle exclut *de facto* toute synergie entre, d'une part, la Cible et, d'autre part, l'Initiateur compte tenu de son statut de pure holding.

Les informations suivantes sur le nombre de titres en circulation (§ 1.4.1) sont à relier au nombre d'actions sous déduction des titres auto-détenus (§ 1.5.2), retenu dans nos travaux de valorisation (§ 3).

Le projet d'OPAS a donné lieu à une suspension de cours du titre Elixens en date du 14 janvier 2013.

1.4 Géographie du capital et des droits de vote avant l'Offre

1.4.1 Nombre d'actions et de droits de vote

A la date la plus récente, la répartition du capital et des droits de vote au sein d'Elixens est la suivante ; aucun titre n'est assorti d'un droit de vote double²⁰ et la Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux, de sorte que le nombre de droits de vote théoriques égalise le nombre d'actions :

¹⁹ Au 31 décembre 2011, sur un portefeuille de titres de participation d'un montant brut de 20.497 K€, Elixens représente 17.725 K€ à proportion de la quote-part détenue par Yriel de 55,91% du capital d'Elixens, soit 1.229.663 actions sur un total de 2.199.182 actions (source : annexe Yriel au 31 décembre 2011, p. 2 et document de référence Elixens 2011, p. 72).

²⁰ L'Assemblée générale des actionnaires du 25 juin 2010 a décidé la suppression des droits de vote double.

Répartition capital / droits de vote au 14 janvier 2013

Actionnaires	En capital		En droits de vote théoriques	
	Nombre	%	Nombre	%
YRIEL SARL	1 229 663	55,91%	1 229 663	55,91%
M. et Mme Emmanuel Alves	479 652	21,81%	479 652	21,81%
M. JP Abdelli	98 517	4,48%	98 517	4,48%
MME Carole Abdelli	102 802	4,67%	102 802	4,67%
Contrat de liquidité	3 156	0,14%	3 156	0,14%
Autres nominatifs	1 241	0,06%	1 241	0,06%
Public porteur	106 776	4,86%	106 776	4,86%
Autocontrôle	177 375	8,07%	177 375	8,07%
Total	2 199 182	100,00%	2 199 182	100,00%

La société Yriel, initiatrice de l'Offre, agit de concert avec Monsieur et Madame Emmanuel Alves, Monsieur Jean-Pascal Abdelli et Madame Carole Abdelli. Le Concert détient, en incluant les 3.156 actions affectées au contrat de liquidité²¹, 1.913.790 actions²² (représentant 87,02% du capital) et droits de vote d'Elixens.

La Société détient par ailleurs 177.375 de ses propres actions (représentant 8,07% du capital) et droits de vote.

Le solde des actions, soit 108.017 titres²³ (représentant 4,91% du capital) et droits de vote, est détenu par le Public.

1.4.2 Instruments donnant accès au capital

La Société n'a mis en place aucun système d'actionnariat du personnel ni autre instrument dilutif.

²¹ Contrat de liquidité conclu le 8 mars 2012 entre Elixens de première part, M. Emmanuel Alves et Mme Carole Abdelli, de deuxième part, et Dexia Securities France, auquel s'est substitué BIL Finance :

- ce contrat comporte une durée de 12 mois renouvelable par tacite reconduction ;
- le compte ouvert comporte le numéro TI 900511.

²² Yriel SARL : 1.229.663 actions + M. et Mme Emmanuel Alves : 479.652 actions + M. Jean-Pascal Abdelli : 98.517 actions + Mme Carole Abdelli : 102.802 actions + contrat de liquidité : 3.156 actions.

²³ Public porteur : 106.776 actions + autres nominatifs : 1.241 actions.

1.5 Périmètre de l'Offre et nombre potentiel d'actions

1.5.1 Titres visés par l'Offre

L'Offre couvre la fraction du capital d'Elixens détenue par le Public, soit 108.017 actions représentant 4,91% du capital et des droits de vote théoriques d'Elixens (§ 1.4.1).

L'Offre sera financée au moyen d'un découvert à durée déterminée consenti par Banque Palatine à Yriel à hauteur de 2.000.000 €.

1.5.2 Nombre relué d'actions

Le nombre total d'actions que nous avons utilisé pour la valorisation du titre Elixens soit **2.021.807 actions**, intègre les éléments suivants :

- un volant de 2.199.182 actions en circulation ;
- minoré des 177.375 actions auto-détenues (§ 1.5.1).

2. PRESENTATION DE L'ACTIVITE ET DE L'ENVIRONNEMENT D'ELIXENS

Nous nous sommes employés, préalablement à l'évaluation multicritères de la Société et de son titre (§ 3), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses d'Elixens ainsi que les opportunités et menaces auxquelles la Société est confrontée sur son marché²⁴.

2.1 POSITIONNEMENT D'ELIXENS SUR SON SECTEUR

2.1.1. *Activité et structure du Groupe*²⁵

Créée en 1987, Elixens (anciennement Orgasynth SA²⁶) est une société française spécialisée dans la fabrication, la transformation et le négoce de matières premières, arômes et parfums destinés aux marchés de la parfumerie, de l'hygiène-beauté et de l'agroalimentaire.

Le Groupe dispose de deux sites de production en France²⁷ et d'une couverture internationale à travers des filiales propres de production²⁸ et de commercialisation²⁹ et d'un réseau d'agents ; il est présent dans 7 pays³⁰ et compte un effectif d'environ 200 personnes.

La ventilation par nature et géographique des activités du Groupe s'analyse comme suit, les huiles essentielles et matières premières³¹ ainsi que les arômes occupant une place prépondérante par rapport aux parfums dans le chiffre d'affaires³² ; les ventes export, qui de façon récurrente³³ représentent environ deux tiers du chiffre d'affaires, sont essentiellement réalisées dans l'Union Européenne :

²⁴ Cf. matrice Swot (§ 2.2.6).

²⁵ Source : Document de référence Elixens 2011, site internet de la Société <http://www.elixens.com/index.php?lang=fr>

²⁶ Orgasynth a pris la dénomination Elixens en mars 2011, marquant ainsi la rupture de l'activité du Groupe avec la chimie industrielle (exploitée en particulier au sein de la branche Chimie fine et Colorants jusqu'en 2007) au profit des arômes et parfums.

²⁷ Elixens France (chiffre d'affaires de 14,4 M€ en 2011) et Floressence (chiffre d'affaires de 12,4 M€ en 2011) sont les deux principales filiales françaises de la Société.

²⁸ Bambao aux Comores (chiffre d'affaires de 0,2 M€ en 2011) et Eastorama en Ukraine (chiffre d'affaires de 0,7 M€ en 2011).

²⁹ Elixens America (chiffre d'affaires de 2,4 M€ en 2011), Elixens UK (chiffre d'affaires de 3,6 M€ en 2011) détenant Essence House, Bio Inter au Brésil (chiffre d'affaires de 1,5 M€ en 2011), Floressence Shanghai (chiffre d'affaires de 0,2 M€ en 2011).

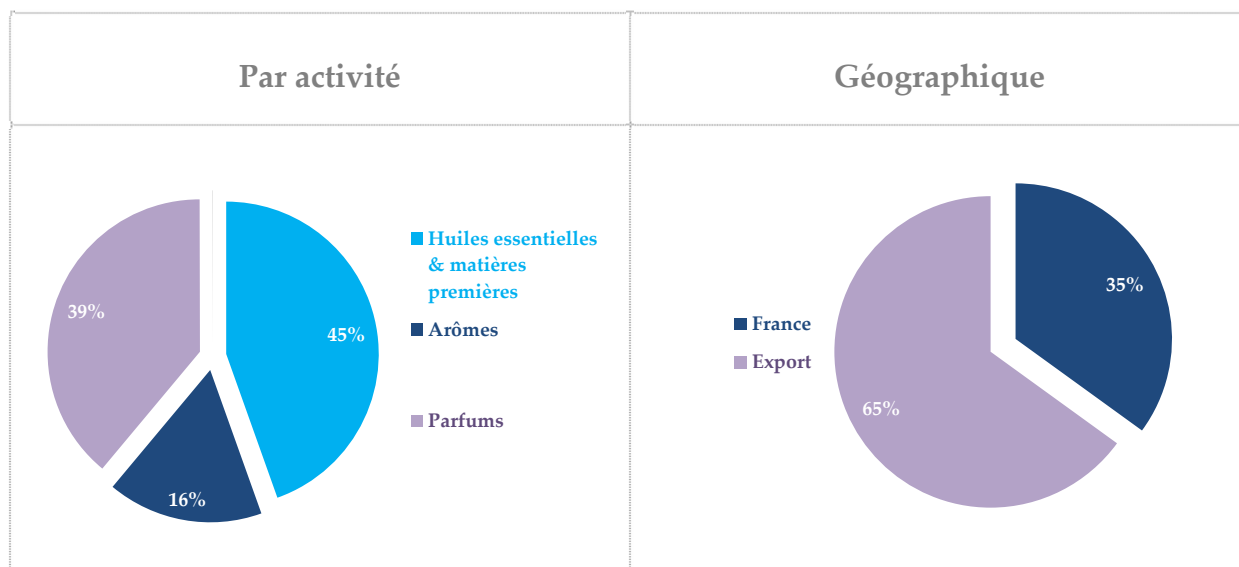
³⁰ France, Brésil, Chine, Union des Comores, Etats-Unis, Grande Bretagne, Ukraine.

³¹ Incluant les produits bio (1,3 M€ en 2011 contre 1,4 M€ en 2010).

³² Chiffre d'affaires d'un montant de 33 M€ en 2011.

³³ L'export dans les ventes du Groupe représente 64,6% en 2011, contre 63,4% en 2010.

Segmentation du chiffre d'affaires 2011



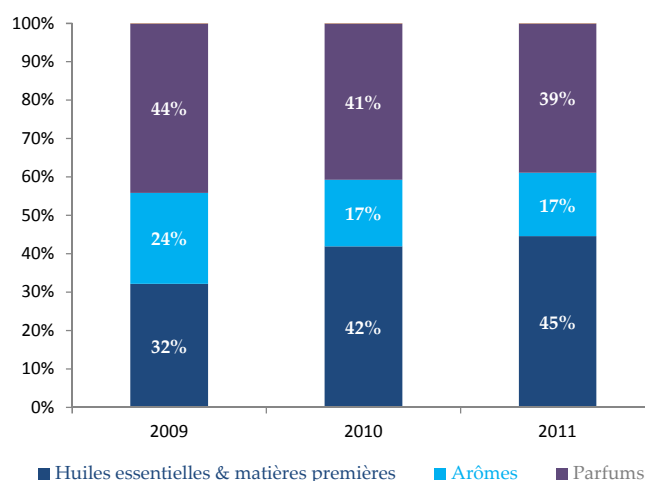
Source : Rapport Financier Elixens 2011

Pour mémoire, Elixens a cédé en 2007 son activité Chimie fine et Colorants à Argos Soditic³⁴ ; depuis lors les arômes et parfums constituent son unique secteur d'activité.

2.1.2. Politique d'expansion

L'évolution du poids des huiles et matières premières dans le chiffre d'affaires progresse depuis 2009, notamment du fait de l'acquisition, d'une part, de la société brésilienne Bio Inter, reprise le 1^{er} novembre 2010 et, d'autre part, du pôle matières première du laboratoire français Sanoflore intégré au sein du Groupe Elixens en mars 2010 :

Evolution de la composition du chiffre d'affaires



Source : Rapport Financier Elixens 2011

³⁴ Capital investisseur.

Les matières premières sont historiquement des produits variables, tant dans leurs caractéristiques olfactives et organoleptiques, que dans leur disponibilité et dans leur coût. Confronté à de nombreux aléas, notamment d'ordre climatique, biologique et législatif, le Groupe investit dans la recherche afin de trouver des produits de substitution pour pallier l'indisponibilité ou la raréfaction de ces matières premières.

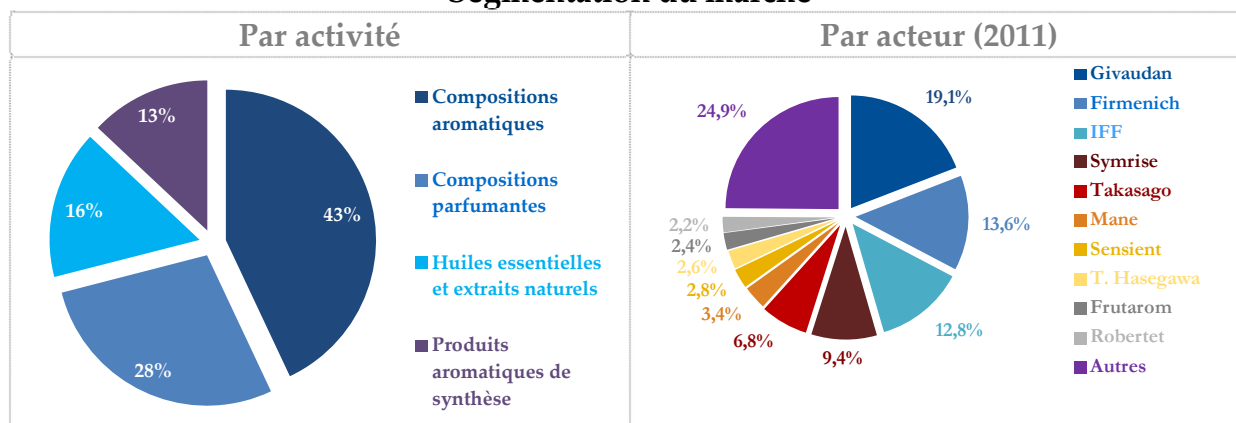
2.2. Caractéristiques du marché

L'analyse du marché, envisagée à l'échelle internationale compte tenu du poids de l'export dans les activités d'Elixens et de ses compétiteurs, segmente les arômes, les huiles essentielles et les parfums et cosmétiques (§ 2.1.1).

2.2.1. Situation du marché en 2012³⁵

Le marché mondial des arômes et des parfums représente en volume plus de 20 Md€ ; les principaux débouchés géographiques sont les Etats-Unis, l'Europe de l'Ouest et le Japon. Les produits proposés sur ce marché sont fonction de paramètres englobant les différences culturelles gustatives et olfactives. Les groupes internationaux, occupant deux tiers du marché³⁶, sont au nombre d'une dizaine ; le solde des ventes est réalisé par des PME parmi lesquelles figure Elixens :

Segmentation du marché



Source : SRI International 2000³⁷

Source : Leffingwell³⁸

Les PME, qui peuvent connaître des croissances spectaculaires, se positionnent sur des marchés de niches. Les groupes multinationaux, quant à eux, profitent de l'effet taille et de la synergie entre leurs différentes acquisitions.

³⁵ Document de référence Elixens 2011 – Etude Xerfi « Arômes et huiles essentielles », mars 2012.

³⁶ Plus de 50% du chiffre d'affaires est réalisé par le « top 4 » : Givaudan, Firmenich, International Flavors & Fragrances (IFF) et Symrise.

³⁷ <http://www.sri.com> [référence du 12 décembre 2012].

³⁸ <http://www.leffingwell.com> [référence du 12 décembre 2012].

Sur le plan géographique, les Etats-Unis représentent le plus gros marché, à la fois producteur et consommateur ; cependant historiquement, la France a été et demeure le plus gros producteur et exportateur de matières premières alimentant les marchés des parfums et de la cosmétique. D'autres pays tels que le Brésil, la Chine, l'Inde et Singapour sont des acteurs particulièrement importants du négoce international de matières premières rentrant dans les compositions, mais ils possèdent rarement les infrastructures leur permettant de fabriquer les produits finis.

2.2.2. *Tendances à moyen terme*

Les tendances sur les trois segments de marché présentent des profils relativement contrastés.

2.2.2.1. *Le marché des arômes*

Le marché mondial des arômes, qui représentait en 2009 environ 1,2 million de tonnes, affiche une croissance annuelle estimée jusqu'en 2014 de 2%³⁹ ; ce marché est souvent associé à celui des parfums, l'ensemble des ventes de l'industrie des arômes et parfums s'élevant à plus de 20 Md\$. Les pays qui devraient entraîner la croissance du secteur sont les marchés émergents, les « BRIC » (Brésil, Russie, Inde et Chine), le Mexique, l'Indonésie, l'Afrique du Sud et la Turquie⁴⁰.

L'industrie des arômes *stricto sensu* est poly-forme d'un pays à l'autre et se caractérise par sa complexité. Le premier débouché est le secteur des boissons (61% du volume global des ventes en 2009⁴¹) ; viennent ensuite les secteurs des produits de cuisson (biscuiterie, pâtisserie, snacks....), des produits laitiers et des préparations alimentaires. Si les boissons demeurent l'une des catégories de l'industrie des arômes dont la croissance est la plus forte, le secteur des produits laitiers devient parallèlement un débouché de plus en plus important, avec une augmentation estimée de la consommation de 27.000 tonnes entre 2009 et 2014⁴².

2.2.2.2. *Le marché des huiles essentielles*

Ce marché représente un chiffre d'affaires d'environ 19 Md\$⁴³ :

³⁹ Source : Document de référence Elixens 2011, Euromonitor 2010 – Bureau des marchés internationaux, rapport d'analyse de marché, mars 2011, p. 2

http://www.gov.mb.ca/agriculture/statistics/food/ma_global_flavours_industry_fr.pdf [référence du 12 décembre 2012].

⁴⁰ Source : Document de référence Elixens 2011, Perfumer & Flavorist, janvier 2010, vol. 35, p. 22-27.

⁴¹ Source : Document de référence Elixens 2011, Euromonitor 2010 – Bureau des marchés internationaux, rapport d'analyse de marché, mars 2011, p. 3.

⁴² Source : Document de référence Elixens 2011, Euromonitor 2010 – Bureau des marchés internationaux, rapport d'analyse de marché, mars 2011, p. 3.

⁴³ Source : Document de référence Elixens 2011.

- le marché européen est confronté à un durcissement de la législation associé à un contrôle plus rigoureux de l'utilisation des produits dans l'industrie agro-alimentaire ainsi qu'une réglementation plus stricte en matière d'appellations et de marquages ;
- sur le marché américain, les producteurs doivent faire face à la croissance du nombre de concurrents asiatiques pratiquant des prix bas ; néanmoins, les principaux producteurs des secteurs alimentaires et des boissons cherchent avant tout à trouver des fournisseurs qui soient capables de les accompagner dans leur développement et de répondre à des besoins spécifiques par des produits sur mesure.

Le service est un avantage concurrentiel important pour les producteurs occidentaux.

Le principal débouché du marché des huiles essentielles est l'industrie des parfums cumulant 50% de parts de marché⁴⁴. Cette industrie connaît une plus forte croissance que les autres marchés de biens de consommation courante et que l'économie mondiale de manière plus générale.

2.2.2.3. *Le marché des parfums et cosmétiques*⁴⁵

Le secteur des parfums et cosmétiques, qui s'étend aux produits d'hygiène et de toilette corporelles, ainsi qu'aux produits d'entretien domestiques, est dominé par les filiales de grands groupes français⁴⁶ cotés ou privés, et plus ou moins diversifiés (L'Oréal, LVMH et Chanel et dans une moindre mesure Yves Rocher, Pierre Fabre, Clarins et Interparfums en France) face à des *pure players* européens (Puig en Espagne⁴⁷), ou des groupes européens et américains également largement diversifiés (Procter & Gamble aux Etats-Unis, Unilever aux Pays-Bas). Les groupes leaders du secteur tiennent à mettre l'accent sur la recherche et développement dans le but d'adapter leurs produits aux spécificités culturelles et dermatologiques des populations.

Les évolutions sociétales telles que l'intérêt croissant des hommes pour leur bien-être et leur apparence constituent un fort levier de croissance pour le secteur. De même, l'essor des marchés émergents et l'apparition de classes moyennes aisées contribuent à la constitution de nouveaux relais de croissance.

⁴⁴ Source : Document de référence Elixens 2011.

⁴⁵ Xerfi – « Parfums et cosmétiques (fabrication) », février 2012.

⁴⁶ Le secteur des parfums et cosmétiques est considéré comme un fleuron de l'industrie française où il a affiché un excédent commercial de 6,8 Md€ en 2010 ; le groupe L'Oréal réalise à lui seul un chiffre d'affaires de plus de 20 Md€, globalement comparable à celui -certes plus diversifié- de LVMH.

⁴⁷ Société non cotée.

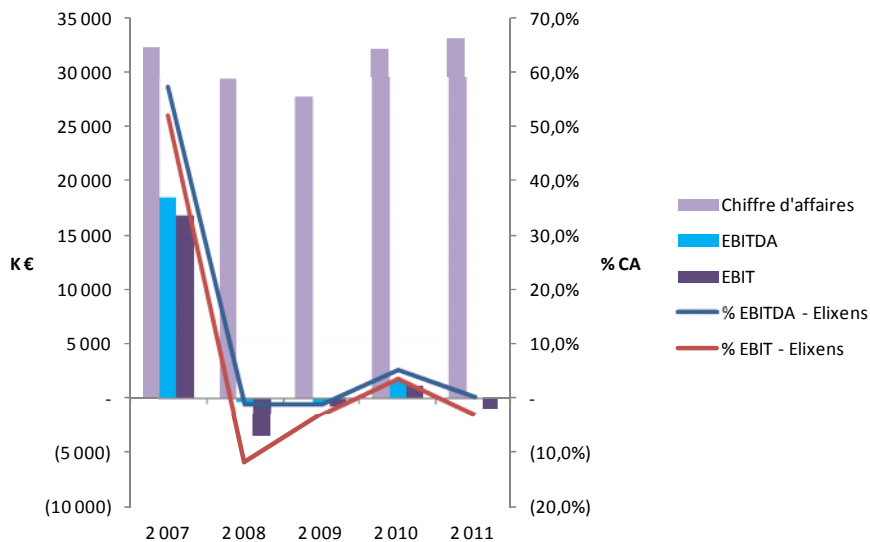
L'augmentation constante du chiffre d'affaires du secteur depuis le début des années 2000 met en exergue la solidité de cette activité et sa résilience aux aléas de la conjoncture mondiale.

2.2.3 Evolution de la rentabilité

La formation du résultat d'Elixens se décompose historiquement comme suit ; le résultat financier est imputable aux cessions de titres de placement, qui sont venues compenser la perte opérationnelle en 2009 et 2011 :

Evolution activité Elixens						
en k€, au 31/12	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012
	12 mois	12 mois	12 mois	12 mois	12 mois	6 mois
Chiffre d'affaires	32 318	29 444	27 691	32 110	33 051	16 025
Achats consommés	(16 851)	(14 754)	(14 150)	(16 448)	(17 861)	(8 604)
Charges de personnel	(9 490)	(7 439)	(7 551)	(7 660)	(8 238)	(4 136)
Autres achats et charges externes	(7 961)	(6 989)	(5 774)	(5 948)	(6 274)	(3 054)
Impôts et taxes	(1 358)	(647)	(707)	(563)	(538)	(295)
Autres produits et charges opérationnels	21 806	45	225	170	(8)	(449)
EBITDA	18 464	(340)	(266)	1 661	132	(513)
Dotations aux amortissements	(1 623)	(3 123)	(529)	(468)	(1 082)	(253)
EBIT	16 841	(3 463)	(795)	1 193	(950)	(766)
Résultat financier	26	(1 694)	2 762	180	3 209	116
Charge d'impôt	(434)	(83)	(291)	(76)	(216)	(179)
Quote part des sociétés mises en équivalence	(115)	-	-	-	(257)	(41)
Résultat net des activités poursuivies	16 318	(5 240)	1 676	1 297	1 786	(870)
Résultat net des activités cédées	3 726		(2 441)	153	-	
Résultat net de l'ensemble consolidé	20 044	(5 240)	(765)	1 450	1 786	(870)
Intérêts minoritaires	88	153	6	23	39	20
Résultat net Groupe	20 131	(5 087)	(758)	1 473	1 826	(851)

La profitabilité d'Elixens, exprimée en Excédent Brut d'Exploitation (EBE ou EBITDA) a connu l'évolution suivante depuis 2007, en valeur brute et en valeur relative rapportée au chiffre d'affaires :



Malgré un volume d'affaires relativement stable, la rentabilité d'exploitation s'est fortement dégradée depuis 2008 pour devenir structurellement quasiment nulle, ainsi que le montre le graphique ci-dessus au titre du dernier exercice clos fin 2011 ; le management anticipe également une perte opérationnelle pour 2012.

2.2.4. Structure bilantielle et engagements hors bilan

L'analyse de la structure financière historique d'Elixens met en avant l'assez faible intensité capitalistique de l'activité, un besoin en fonds de roulement (BFR) structurellement positif intégrant un important volant de stocks, ainsi qu'une trésorerie nette largement positive.

La structure bilantielle d'Elixens a évolué historiquement comme suit ; l'actif se caractérise par la place importante des éléments financiers⁴⁸ et de la trésorerie⁴⁹, la Société ne portant par ailleurs aucun emprunt :

⁴⁸ Incluant des titres disponibles à la vente (cf. *infra*).

⁴⁹ Incluant des placements (cf. *infra*).

Evolution bilantielle Elixens						
En k€, au 31/12	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012
	12 mois	12 mois	12 mois	12 mois	12 mois	6 mois
Ecart d'acquisitions	3 043	1 362	1 362	1 934	1 362	1 362
Autres immobilisations incorporelles	16	115	23	39	37	47
Immobilisations corporelles	7 982	5 861	5 800	6 976	6 760	6 854
Participations dans les entreprises associées	(48)	-	-	-	518	477
Autres actifs financiers	5 796	3 255	905	687	304	312
Actifs d'impôts différés	205	-	216	344	704	690
Actifs non courants	16 994	10 593	8 306	9 980	9 685	9 742
Stocks	8 490	9 905	9 144	11 715	10 347	8 411
Créances	8 406	8 061	7 260	7 981	7 033	6 336
Autres actifs financiers	4 287	8 617	8 923	14 752	9 342	11 230
Trésorerie et équivalent de trésorerie	30 738	20 971	22 521	14 425	15 459	13 569
Actifs courants	51 921	47 554	47 848	48 873	42 181	39 546
Total Actif	68 915	58 147	56 154	58 853	51 866	49 288

Evolution bilantielle Elixens						
En k€, au 31/12	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012
	12 mois	12 mois	12 mois	12 mois	12 mois	6 mois
Capital	4 853	4 853	4 672	4 543	4 398	4 398
Primes et réserves	25 715	46 082	40 566	36 932	36 468	37 487
Réserves de juste valeur des titres AFS	-	-	1 818	3 322	(260)	(356)
Ecart de conversion	-	-	(302)	(241)	(137)	8
Résultat consolidé du groupe	20 131	(5 087)	(758)	1 473	1 826	(851)
Capitaux propres	50 699	45 848	45 996	46 029	42 295	40 686
Intérêts minoritaires	72	95	32	12	(30)	(51)
Passifs financiers non courants	7 336	2 756	686	249	-	-
Provisions	1 663	1 546	1 259	1 299	1 320	1 457
Passifs d'impôts différés	-	36	888	1 868	326	414
Passifs non courants	8 999	4 338	2 833	3 416	1 646	1 871
Passifs financiers courants	830	744	296	361	473	85
Dettes fiscales et sociales	1 816	1 415	2 144	2 536	3 050	2 569
Dettes fournisseurs	4 804	3 686	3 678	3 750	3 405	3 379
Autres passifs financiers	1 695	2 021	1 174	2 749	1 028	748
Passifs courants	9 145	7 866	7 292	9 396	7 956	6 781
Total Passif	68 915	58 147	56 154	58 853	51 866	49 288

Les écarts d'acquisitions, qui font l'objet d'un test de dépréciation annuel, concernent la filiale Floressence⁵⁰.

Les marques, qui correspondent à de simples noms de structure, ne recèlent pas de valeur significative.

⁵⁰ Montant brut de l'écart d'acquisition Floressence : 3.607 K€ - dépréciation : 2.245 K€ = montant net de l'écart d'acquisition Floressence : 1.362 K€ au 30 juin 2012 et au 31 décembre 2011 ; les écarts d'acquisition sur deux autres filiales (Bambao et Bio Inter) sont intégralement dépréciés.

Elixens détient parallèlement une participation au titre des « entreprises associées » dans le capital de Vincent Développement⁵¹, société holding de Vincent Industries, exerçant son activité dans la fabrication d'automates destinés au secteur de l'énergie et du photovoltaïque, dont l'activité est actuellement déficitaire⁵² ; il nous a par ailleurs été confirmé que les perspectives de diversification de l'activité dans le secteur du solaire photovoltaïque ne sont pas assurées à ce jour.

La Société détient en autres actifs et passifs financiers **non courants** :

- des titres dans quelques sociétés non cotées et non consolidées⁵³, dont la valeur d'utilité n'est pas significative, et qui sont pour partie intégralement provisionnés ;
- les impôts différés actifs et passifs⁵⁴ ;
- les provisions pour risques et charges incluant des provisions pour avantages au personnel (pensions⁵⁵ et DIF – Droits Individuels à la Formation⁵⁶).

La Société compte par ailleurs parmi ses actifs financiers **courants** :

- des actifs disponibles à la vente (*Available for Sales* : AFS) constitués de titres de sociétés cotées en bourse comptabilisés en juste valeur en fonction du cours de bourse à la clôture de l'exercice ou de la période⁵⁷ ; les plus-et moins values latentes par rapport à la valeur d'entrée des titres AFS transitent, pour leur montant net d'impôt, par les capitaux propres en « réserves de juste valeur des titres AFS » à la clôture de l'exercice ou de la période ;

⁵¹ Elixens a pris une participation de 25% au capital de Vincent Développement en juin 2011 ; cette société est mise en équivalence (source : document de référence 2011, p. 89).

⁵² Les résultats de Vincent Développement au titre de l'exercice 2010-2011, d'une durée exceptionnelle de 18 mois du 1^{er} juillet 2010 au 31 décembre 2011, ainsi qu'au 30 juin 2012 ressortent respectivement à (1.418 K€) et à (165 K€) (source : document de référence Elixens 2011, p. 108 et rapport financier Elixens du 1^{er} semestre 2012, p. 10) ; les résultats de la société d'exploitation Vincent Industrie sur ces périodes sont également déficitaires (source : situation SAS Vincent Industrie du 1^{er} janvier 2012 au 30 juin 2012).

⁵³ Dont Framaroma, Florussine et SCI La Peupleraie (source : document de référence 2011, p. 108)

⁵⁴ Notamment sur les titres AFS ; le retraitement des titres AFS en juste valeur (en fonction du cours de bourse de ces titres à la date de clôture des comptes ou de la période), qui mouvemente les impôts différés actifs et passifs, ne concerne que ceux comptabilisés directement en capitaux propres (à l'exclusion des éventuelles dépréciations définitives et sorties de titres).

⁵⁵ Avantages postérieurs à l'emploi déterminés selon un modèle actuariel (cf. document de référence Elixens 2011, p. 99).

⁵⁶ Charge relative au DIF tablant sur un volant de 20 heures allouées par exercice après un an d'ancienneté, sur la base du salaire charges comprises (formations suivies pendant les heures de travail), et assorties d'un taux attendu de déchéance des droits de 50% ; les coûts associés directement à l'organisation des stages de formation ne sont pas pris en compte (cf. document de référence Elixens 2011, p. 99).

⁵⁷ Conformément à la norme IAS 39 (§ 2.3.1).

- ainsi que de divers comptes courants débiteurs, notamment vis-à-vis de la société Orgachim (en liquidation) et Vincent Développement ; les comptes courants Orgachim ont été intégralement dépréciés.

La trésorerie et les équivalents de trésorerie, qui représentent une part essentielle des actifs, comprennent les fonds en caisse, les dépôts à vue en banque ainsi que des certificats de dépôt à terme (à taux fixe).

Les passifs financiers courants englobent diverses dettes de *factoring*, de commissionnaires et mandataires, ainsi que des avances et acomptes reçus.

Les engagements hors bilan portent sur des éléments courants⁵⁸.

⁵⁸ Au 30 juin 2012 : garantie sur engagement par signature étranger (600.000 USD), nantissement de compte bancaire (450 K€), caution bancaire Elixens France (88 K€), soutien financier de la filiale Elixens France.

2.2.5. Matrice Swot

En synthèse des points précédents, la matrice ci-dessous résume les forces et faiblesses d'Elixens, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles la société est confrontée⁵⁹ :

Forces	Faiblesses
Structure financière saine, confortée par un important volant de trésorerie, permettant de saisir des opportunités de croissance externe.	Segmentation du chiffre d'affaires caractérisée par la part exportations ; les transactions hors zone euros entraînent une relative exposition au risque de change ⁶⁰ .
Clientèle diversifiée ⁶¹ : • le premier client représente moins de 4% du chiffre d'affaires ; • les dix premiers clients représentent 22% du chiffre d'affaires.	Visibilité commerciale restreinte. Volatilité des contrats commerciaux, en l'absence de contrats cadre. Disparités de croissance selon les zones d'implantation : • dynamisme outre-Atlantique ; • résistance des pays émergents (Asie) ; • stagnation ou récession en Europe. Rentabilité d'exploitation inférieure aux standards sectoriels.
Contrôle et diversité de l'approvisionnement : • aucune matière première ne pèse pour plus de 2% du total des approvisionnements ; • le fournisseur le plus important représente 2,6% des achats.	Retards sur les objectifs de vente ; au titre de 2012 en année pleine, le volume d'activité devrait être inférieur au budget initial ⁶² ; ce dernier a été révisé en conséquence à la baisse. Poids du financement des stocks.

⁵⁹ Données chiffrées 2011.

⁶⁰ Les achats et ventes en US dollars représentent respectivement 7,5% et 7,2% du chiffre d'affaires.

⁶¹ Environ 1.400 clients.

⁶² Source : rapport financier Elixens du 1^{er} semestre 2012, p. 17 ; dernières prévisions budgétaires.

Opportunités	Menaces
Le développement de substituts aux matières premières permettant de s'affranchir des aléas associés (climatique, biologique, législatif) représente un relais de croissance.	Exposition aux risques météorologiques pouvant affecter l'approvisionnement en matières premières (plus de 800 références de matières premières d'origine géographique diverses). Incertitudes macro-économiques de nature à affecter l'activité matières premières.
Contraintes réglementaires pouvant se transformer en opportunités (Elixens France a par exemple mis au point des procédés pour éliminer certains allergènes de ses huiles essentielles).	Durcissement de l'environnement réglementaire (la profession est rattachée à l'industrie agro-chimique).
Les principaux fabricants recherchent des fournisseurs en mesure de leur fournir des services spécifiques (par exemple des huiles essentielles).	Concurrence des pays à bas coûts.
Le bio / produit naturel constitue un relais de croissance sur un marché où la demande est en forte progression.	Hausse de prix des matières premières (en raison de l'augmentation de la demande dans les pays en forte expansion) non compensée par les hausses de prix des produits finis. Poussée inflationniste en Asie (Chine).
	Abandon de certaines cueillettes et perte de la main d'œuvre attirée vers des secteurs plus lucratifs (tels que le bâtiment ou le tourisme).
	Internalisation de la production d'huiles essentielles et d'arômes par certains clients ⁶³ .

⁶³ Le marché de la production d'arômes et d'huiles essentielles en France devrait afficher une baisse de l'ordre de 4% en 2012 (source : Xerfi – « Arômes et huiles essentielles », mars 2012).

2.3 Caractéristiques comptables, financières et fiscales

2.3.1. Observations sur le référentiel et les règles comptables

Elixens établit ses comptes consolidés conformément au référentiel international IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne, et s'imposant aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés annuels au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2011 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes⁶⁴ ; par ailleurs, sur la base de leur examen limité de l'information financière semestrielle au 30 juin 2012, ces derniers n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels consolidés résumés avec la norme IAS 34 relative à l'information financière intermédiaire.

Le Groupe est exposé au risque de change sur les ventes et les achats libellés en dehors de l'euro, monnaie fonctionnelle. Ces transactions sont essentiellement libellées en US dollars ; dans la mesure où les ventes et les achats dans cette devise ne sont pas prépondérantes (§ 2.2.6), le Groupe n'a pas mis en place de politique de couverture de change⁶⁵.

2.3.2. Observations sur la trésorerie nette au 31 décembre 2012

Au vu de l'information que la Société nous a communiquée sur ses anticipations au 31 décembre 2012, nous avons relevé les éléments à appréhender dans le cadre de nos travaux d'évaluation.

La trésorerie nette prise en compte dans nos travaux de valorisation analogique et intrinsèque est celle ressortant de l'« atterrissage » anticipé par le management de la Société à fin 2012 ; l'analyse boursière a été réalisée au 14 janvier 2013, date de la suspension de cours (§ 1.3).

Nous avons différencié le calcul de la trésorerie nette à ajouter aux valeurs d'entreprise obtenues, selon la méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou la méthode de valorisation analogique par les comparables boursiers, pour aboutir à la valeur des capitaux propres. Cette différence d'approche s'explique pour les raisons techniques suivantes :

- Les multiples d'excédent brut d'exploitation (valeur d'entreprise / EBITDA) des comparables que nous utilisons comme référence pour la valorisation analogique de la Société sont calculés à partir d'informations issues de nos

⁶⁴ Mazars et Adam Demouchy & Associés.

⁶⁵ Source : Document de référence Elixens 2011, p. 103.

bases de données, en cumulant, pour aboutir à la valeur d'entreprise, la valeur des fonds propres et l'endettement net⁶⁶, étant précisé que ce dernier est représentatif de la dette comptable, à l'exclusion des éléments « décaissables », dont notamment les provisions pour risques et charges. Par symétrie avec les comparables, nous prendrons comme référence pour la valorisation analogique d'Elixens la trésorerie nette comptable telle que présentée ci-après, intégrant la juste valeur des titres AFS au 14 janvier 2013, compte tenu de leur caractère parfaitement liquide :

Trésorerie et équivalents trésorerie	11 410
Juste valeur des titres AFS	5 532
Découvert bancaire	-9
Trésorerie nette courante	16 933

- La trésorerie nette que nous retenons pour la valorisation intrinsèque de la Société comprend l'ensemble des éléments financiers réputés encaissables et décaissables que nous avons identifiés :

Trésorerie nette courante	16 933
Comptes courants débiteurs ⁶⁷	4 518
Provisions pour risques et charges	-1 522
Titres mis en équivalence ⁶⁸	477
Intérêts minoritaires	51
Autres ⁶⁹	4
Trésorerie nette	20 461

2.3.3. Observations sur le taux effectif d'impôt

Le taux d'imposition retenu par Elixens pour le calcul des impôts différés est le taux de droit commun en vigueur en France (33,33%).

⁶⁶ Contrairement à Elixens, les sociétés comparables sont endettées (§ 3.3.1).

⁶⁷ Vincent Développement : 4.357 K€ + SCI Peupleraie : 161 K€ = 4.518 K€ ; pour mémoire, les intérêts courus du second semestre 2012 n'ont pas été décomptés.

⁶⁸ La valeur des titres Vincent Développement est sous-tendue par un modèle d'actualisation des flux de trésorerie de la filiale d'exploitation Vincent Industrie.

⁶⁹ Solde des impôts différés, mouvementés par les variations de juste valeur des titres AFS (§ 2.2.4).

3. EVALUATION DE L'ACTION ELIXENS

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, nous exposons ci-après les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.1) puis les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes afin d'apprécier le caractère équitable du prix de l'action Elixens proposé dans le cadre de l'Offre (§ 3.2 et suivants).

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'action Elixens est le 14 janvier 2013, dernière journée de cotation avant la suspension de cours (§ 3.2).

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 3.3) et le taux d'actualisation du plan d'affaires (§ 3.4) sont arrêtés au 14 janvier 2013.

Sur la base des informations prévisionnelles qui nous ont été transmises par le management de la Société, nous avons estimé les capitaux propres du Groupe au 31 décembre 2012 (§ 3.5).

Nous rappelons que le nombre dilué de titres Elixens pour nos calculs de valeur par action s'établit à **2.021.807** actions (§ 1.5.2).

3.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions ci-après la non prise en compte, en tant que méthode d'évaluation, des comparables transactionnels (§ 3.1.1) et de l'actualisation des dividendes (§ 3.1.2), étant précisé par ailleurs que nous ne disposons pas d'objectifs de cours, le titre Elixens n'étant pas suivi par les analystes financiers.

3.1.1. Comparables transactionnels

La méthode des comparables transactionnels externes ne nous est pas apparue pertinente ; en effet peu de transactions font intervenir des sociétés que nous considérons comme comparables. En outre, nous ne disposons que d'informations publiques parcellaires sur ces opérations, en particulier en ce concerne les multiples de rentabilité qui en découlent.

Pour mémoire, dans l'ordre chronologique des transactions que nous examinées :

- L'acquisition au Royaume Uni de la société « Aromco Limited » par Frutarom Industries Ltd en août 2011 extériorise un multiple d'EBITDA de 7,5⁷⁰ ; nous ne retenons toutefois pas cette transaction, au regard du niveau de marge

⁷⁰ Source : Thomson One.

d'EBITDA⁷¹ de la société cible au moment de l'acquisition, très supérieur à celui d'Elixens ; pour autant, ce multiple se situe nettement en-deçà de la moyenne et de la médiane des multiples boursiers de notre échantillon de sociétés comparables (§ 3.3.4).

- L'acquisition en Inde de la société « S.H. Kelkar & Co Pvt. Ltd. » par Blackstone Group en septembre 2012 extériorise un multiple d'EBITDA de 6,7⁷² ; nous ne retenons toutefois pas cette transaction car Blackstone détient une part non majoritaire dans la société cible (33%).

Les transactions internes les plus récentes au sein d'Elixens ne permettent pas de valoriser la Société pour les raisons suivantes :

- La société brésilienne⁷³ Bio Inter acquise au 1^{er} novembre 2010 était déficitaire (§ 2.1.2) ;
- La reprise du pôle Matières Premières de Sanoflore le 16 mars 2010 a consisté à racheter le fonds de commerce⁷⁴ lié à l'activité de distillerie, d'herboristerie et de fournitures de matières premières aromatiques naturelles conventionnelles ou Bio de Sanoflore⁷⁵, et par définition ne peut être assimilé à une acquisition de titres (§ 2.1.2) ;
- La proposition de reprise à la barre par Elixens des actifs de Girex et Mazal à Quimper en 2011 n'a pas abouti⁷⁶.

Pour mémoire :

- Le dernier bloc de titres Elixens a été racheté à 17,5 €⁷⁷ ;
- Le prix de revient des titres Elixens dans les livres d'Yriel à fin 2011 ressort à 14,4 €⁷⁸.

⁷¹ De l'ordre de 25%.

⁷² Source : Thomson One.

⁷³ Bio Inter, localisée à Sao Paulo, est spécialisée dans le négoce international des compositions parfumées et matières premières aromatiques, principalement vers les pays d'Amérique du Sud regroupés au sein du Mercosur.

⁷⁴ Matériel, machines et équipements nécessaires à l'exploitation ; clientèle attachée au fonds de commerce ; contrats de travail des six salariés affectés au fonds de commerce ; contrats, engagements, accords et propositions commerciales liés à l'exploitation du fonds de commerce ; stocks de marchandises (décoté). Le fonds de commerce en tant que tel a été racheté pour l'euro symbolique.

⁷⁵ Antérieurement dans le giron de l'Oréal.

⁷⁶ Le Tribunal de commerce de Versailles a rendu sa décision en faveur de l'offre de reprise présentée par Pharmivest / Genopharm.

⁷⁷ Dans le cadre de son programme de rachat d'actions, la Société a procédé à des acquisitions d'actions propres jusqu'au 28 novembre 2011, date du rachat de ce dernier bloc de titres.

⁷⁸ 17.725 K€ / 1.229.663 actions (§ 1.2) = 14,4 €.

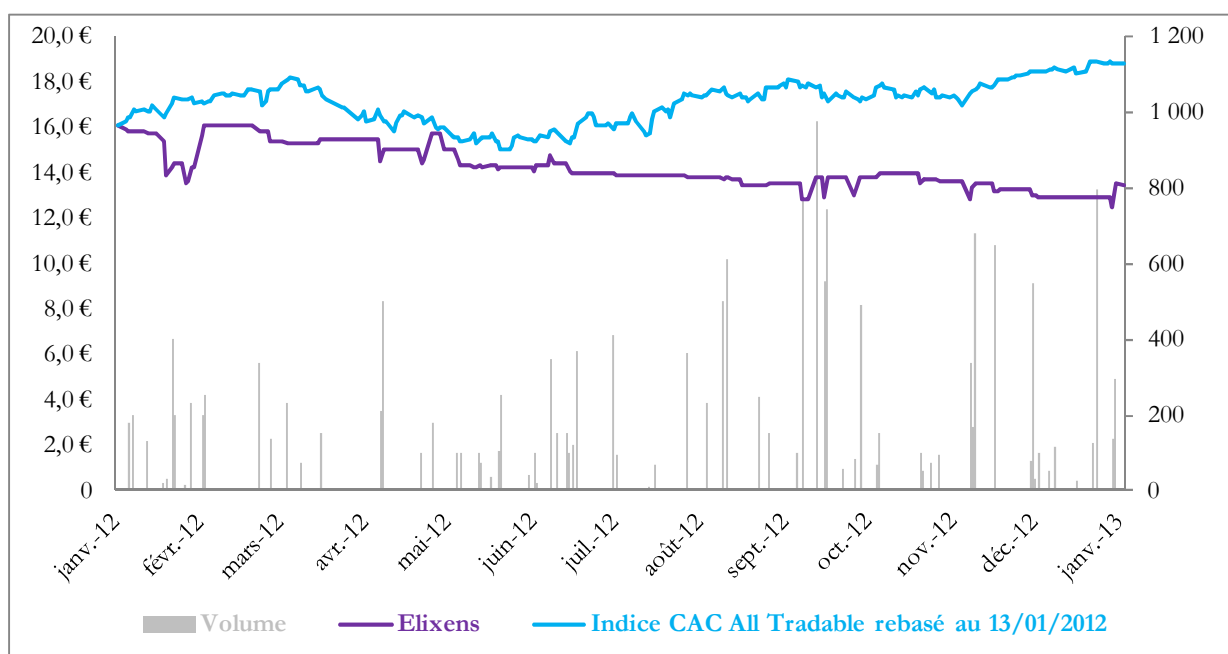
3.1.2. Actualisation des dividendes

En l'absence d'un niveau de dividendes récurrent prenant la forme d'un taux de distribution régulier et prévisible⁷⁹, la méthode d'actualisation des dividendes ne nous paraît pas appropriée ; elle conduirait en tout état de cause à une valeur inférieure à l'actualisation des flux futurs de trésorerie (§ 3.4).

3.2. Référence au cours de bourse

Les titres Elixens sont cotés sur le marché NYSE Euronext, compartiment Eurolist C (§ 1.1).

Nous présentons ci-dessous l'évolution du cours du titre Elixens sur l'année 2012 en comparaison à l'indice CAC All Tradable :



Le cours de bourse d'Elixens a diminué de façon linéaire depuis janvier 2012 pour atteindre un point bas à 12,80 € le 19 novembre 2012 suite à l'annonce des ventes du troisième trimestre 2012. Les annonces successives de baisse du volume d'affaires tout au long de l'année 2012 ont contribué à créer un décalage entre le cours de l'action Elixens et l'indice de référence. Les volumes échangés apparaissent en outre très faibles par rapport au nombre de titres susceptibles d'être négociés (§ 1.4.1).

⁷⁹ La Société a versé en juin 2012 à ses actionnaires 807.884,80 € à titre de dividendes au titre de l'exercice 2011, soit un dividende brut par actions avant prélèvements fiscaux de 0,4 € (cf. procès-verbal de l'assemblée générale mixte du 12 juin 2012) ; pour autant les dividendes attribués à chaque action sont variables d'un exercice à l'autre (cf. document de référence Elixens 2011, p. 162).

Le tableau ci-dessous synthétise les primes induites par le prix d'Offre de 20,12 € en fonction de la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes avant la suspension de cours ; en vertu des dispositions de l'article 233-3 du règlement général de l'AMF, nous mentionnons également la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de transactions, pendant les soixante jours de négociation précédant la suspension de cours :

	Au 14-janv.-13	Prime induite
Spot	13,49 €	49%
Moyenne 1 mois	12,98 €	55%
Moyenne 60 séances	13,18 €	53%
Moyenne 3 mois	13,18 €	53%
Moyenne 6 mois	13,41 €	50%
Moyenne 12 mois	13,91 €	45%
+ haut 12 mois	16,10 €	25%
+ bas 12 mois	12,49 €	61%

3.3. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation du titre Elixens par référence aux multiples d'excédent brut d'exploitation (EBE ou EBITDA) d'un panel de comparables boursiers représentatifs des principaux acteurs sur le marché des arômes et huiles essentielles.

3.3.1. Etendue et composition de l'échantillon

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Elixens, notamment par la taille et la rentabilité ; la Société présente en effet une capitalisation boursière réduite à 30 M€ et des taux de rentabilité d'exploitation notoirement inférieurs à ceux de ses concurrents⁸⁰. Une analyse de la rentabilité d'Elixens et de l'échantillon de sociétés comparables est présentée, pour les années 2008 à 2011, en **annexe 7**.

Nous avons ainsi privilégié un panel de sociétés composé de sociétés cotées en France, en Suisse, aux Etats-Unis, en Allemagne, au Japon et en Israël, évoluant dans le secteur des spécialités chimiques susceptibles d'être rattachées aux arômes et aux huiles essentielles :

⁸⁰ La société française Robertet constituerait vraisemblablement le comparable le plus proche en termes d'activité, mais ses niveaux de marge d'EBITDA sont très supérieurs à ceux d'Elixens.

Société	Pays	Capitalisation boursière 1 mois (M€)	Valeur d'entreprise (M€)	Dette nette (dernière disponible - M€)
Givaudan AG	Suisse	7 262	8 497	1 235
International Flavors & Fragrances Inc	Etats-Unis	4 208	4 838	630
Symrise AG	Allemagne	3 163	3 650	487
Takasago International Corp.	Japon	391	679	287
Sensient Tech Corp	Etats-Unis	1 383	1 641	258
T Hasegawa Co Ltd	Japon	406	234	-171
Frutarom Industries Ltd.	Israel	548	666	118
Robertet SA	France	291	340	48
Naturex SA	France	440	542	102

Notre panel se recoupe avec les dix principaux fabricants du marché mondial des arômes et parfums⁸¹ (§ 2.2.1) ; ils représentent à eux seuls près de 60% des parts de marché⁸².

3.3.2. Modalités de calcul des multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Nous avons retenu les multiples d'EBITDA car cet agrégat nous apparaît comme étant le plus pertinent. Nous avons en effet écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas opportun de valoriser Elixens sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte de la rentabilité d'exploitation prévisionnelle de la Société, laquelle se différencie nettement de celle de ses concurrents (§ 3.3.1) ;
- de résultat d'exploitation (EBIT), car cet agrégat⁸³ est négatif pour l'année 2013 ; il est par ailleurs étroitement dépendant de la politique d'amortissement des immobilisations propre à chaque société ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière⁸⁴ et des différents taux d'imposition sur des sociétés qui ne sont pas toutes françaises.

⁸¹ Source : Xerfi – Fabrication d'arômes et d'huiles essentielles, mars 2012, p. 41. Firmenich en Suisse et Mane en France, qui comptent parmi ce « top ten », ne sont pas cotés ; nous avons également exclu les fabricants de parfums sous licence tels qu'Interparfums.

⁸² Source : Leffingwell (dernières estimations en date d'octobre 2011).

⁸³ Après prise en compte des dotations aux provisions pour retraite.

⁸⁴ Le poids de la trésorerie est déterminant dans l'actif net d'Elixens, contrairement à ses compétiteurs (§ 3.3.1 et § 2.2.4).

Nous avons utilisé les multiples VE / EBITDA 2013 et VE / EBITDA 2014 associés aux prévisions de trésorerie nette de l'endettement à fin décembre 2012 (§ 2.3.2).

Afin de déterminer le ratio VE/EBITDA de chacune des sociétés comparables, nous avons suivi la démarche suivante :

- la capitalisation boursière de chaque entité de l'échantillon a été appréhendée en moyenne 1 mois⁸⁵ ; l'endettement net s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations d'EBITDA⁸⁶, sur l'ensemble du panel, sont issues de consensus d'analystes.

3.3.4. Synthèse

Nous présentons ci-dessous les multiples obtenus, par rapport à l'EBITDA (§ 3.3.2), sur la base du cours moyen 1 mois au 14 janvier 2013 des entités composant notre panel de comparables ; pour deux d'entre elles, le consensus d'analystes ne renvoie pas de multiples :

Multiples boursiers			
Société	EV / EBITDA		
	2012e	2013e	2014e
Givaudan AG	12,0x	11,2x	10,6x
International Flavors & Fragrances Inc	11,2x	10,5x	9,8x
Symrise AG	10,6x	9,9x	9,5x
Takasago International Corp.			
Sensient Tech Corp	8,7x	8,4x	7,9x
T Hasegawa Co Ltd			
Frutarom Industries Ltd.	8,5x	7,7x	8,0x
Robertet SA	6,3x	6,1x	
Naturex SA	11,1x	9,7x	8,6x
Moyenne	9,8x	9,1x	9,1x
Médiane	10,6x	9,7x	9,1x
Min	6,3x	6,1x	7,9x
Max	12,0x	11,2x	10,6x

L'application des multiples médians⁸⁷ de 9,7x et 9,1x respectivement à l'EBITDA

⁸⁵ Au 14 janvier 2013.

⁸⁶ Au titre de 2013 et 2014.

prévisionnel 2013 et à l'EBITDA prévisionnel 2014 de la Société situe la valeur d'entreprise d'Elixens à un niveau compris entre 9.125 K€ et 10.066 K€ et après prise en compte de la position de trésorerie nette de 16.933 K€ (§ 2.3.2), la valeur de ses fonds propres entre **26.058 K€** et **26.999 K€**.

L'approche comparative décrite ci-dessus conduit ainsi à une fourchette de valeur par action⁸⁸ de **12,89 €** à **13,35 €** :

	Multiples boursiers - 1 mois	
	EV / EBITDA	EV / EBITDA
	2013	2014
Agrégats Elixens	941	1 109
Valeur d'entreprise	9 125	10 066
Trésorerie Nette	16 933	16 933
Valeur des fonds propres	26 058	26 999
Valeur par action	12,89	13,35
Prime / décote sur prix d'offre	56%	51%

Nous précisons que nous n'avons pas appliqué de décote de taille ou de « petite valeur »⁸⁹ au regard de la capitalisation boursière des sociétés composant l'échantillon de comparables, pourtant plus élevée que celle d'Elixens ; la prime offerte sur la valeur obtenue par les multiples boursiers peut donc être considérée comme prudente.

3.4. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou Discounted Cash-Flows (DCF)

Parallèlement aux travaux menés sur la valorisation comparative, nous avons également recherché une valeur intrinsèque de la Société et du titre Elixens en actualisant, à compter du 1^{er} janvier 2013, les flux de trésorerie prévisionnels issus du plan d'affaires 2013 – 2017 que nous a présenté le management.

⁸⁷ Le recours à la médiane est de nature à relativiser l'impact des extrêmes.

⁸⁸ Par référence au nombre d'actions reluié de 2 021 807 actions (§ 1.5.2).

⁸⁹ Société Française des Evaluateurs – SFEV. « Groupe de travail Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières », septembre 2008.

3.4.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux intégrant les risques et la valeur de l'argent dans le temps.

Dans la pratique, cette valeur d'entreprise est estimée sur la base des cash-flows libres futurs⁹⁰, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (fonds propres et externes).

Le calcul de la valeur résiduelle repose sur la capitalisation du cash-flow libre durable au coût du capital ; il table sur une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et tient compte d'une croissance à l'infini en phase avec la croissance attendue à long terme (méthode dite de Gordon Shapiro). Le taux d'actualisation s'appliquant pour la capitalisation des cash-flows libres correspond au coût moyen pondéré du capital (*Weighted Average Cost of Capital* ou «WACC ») combinant, s'il y a lieu, le coût des fonds propres et de la dette après impôts.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles le cas échéant la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net.

3.4.2. Taux d'actualisation

Le coût des fonds propres a été estimé directement à partir de la formule du MEDAF⁹¹ dont les composantes sont détaillées ci-après :

3.4.2.1. Taux sans risque

Le plan d'affaires 2013 – 2017 utilisé comme référence pour nos travaux comporte une durée totale de 5 ans. En conformité avec la maturité du plan d'affaires, nous avons retenu comme référence du taux sans risque la moyenne 2 ans de l'indice TEC 5 ans⁹².

⁹⁰ Excédent brut d'exploitation ou EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization*) équivalent au résultat d'exploitation (EBIT) avant charges calculées, retraité de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

⁹¹ Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers.

⁹² Référence : Natixis.

3.4.2.2. Prime de risque du marché

La prime de risque moyenne des principales valeurs françaises échangées (CAC 40) a été estimée à **8,17%**⁹³. On soulignera la difficulté d'apprécier la prime de marché dans la période de crise qui tend à perdurer⁹⁴.

3.4.2.3. Gearing

Le *gearing* se définit comme le poids de l'endettement financier net de la Société rapporté aux fonds propres. Il est utilisé pour le « réendettement » du beta moyen issu de l'échantillon de comparables, et pour déterminer le poids relatif de l'endettement et des fonds propres dans le volume de capitaux apportés.

La société n'étant pas endettée, nous n'avons *de facto* pas retenu de *gearing* pour réendetter le beta de l'actif économique.

3.4.2.4. Beta

Nous avons recherché pour chacune des sociétés comparables, sur une période de 2 ans, le beta⁹⁵ « désendetté » de l'action par rapport à son indice de référence, afin de tempérer les aléas boursiers. Nos bases de données renvoient une valeur du beta désendetté médian de **0,59** :

Société	Beta désendetté
	2-Y
Givaudan AG	0,59
International Flavors & Fragrances Inc	0,68
Symrise AG	0,43
Takasago International Corp.	0,60
Sensient Tech Corp	0,83
T Hasegawa Co Ltd	1,03
Frutarom Industries Ltd.	0,54
Robertet SA	0,14
Naturex SA	0,31
Moyenne	0,57
Médiane	0,59

Nous avons exclu la référence au beta de l'action Elixens elle-même, en raison de la faible liquidité du titre.

⁹³ Prime de risque prospective estimée en référence à la moyenne de l'inverse des PER des sociétés de l'indice CAC 40 en date du 14 janvier 2013 minoré du taux sans risque.

⁹⁴ L'enjeu au cas présent ne réside cependant pas dans la fixation de la prime de marché, compte tenu de la faible réaction du modèle aux variations du taux d'actualisation (§ 3.4.3.3).

⁹⁵ Représentatif du degré de régression entre la rentabilité du titre et celle du marché.

3.4.2.5. Prime de risque spécifique

Nous avons retenu une prime de risque spécifique de 2%⁹⁶ afin de tenir compte de plusieurs facteurs, notamment :

- de la faible liquidité du titre ;
- de la taille de la Société comparativement aux acteurs présents sur le marché.

3.4.2.7. Taux d'imposition

Le taux d'impôt retenu en DCF correspond au taux de droit commun de 33,33% (§ 2.3.3)

3.4.2.8. Synthèse

Le WACC utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie s'élève à 9% :

WACC	
Taux sans risque 5 ans	1,86%
Beta de l'actif économique	0,59
Prime de risque de marché	8,17%
Prime de risque spécifique	2,0%
Coût des fonds propres	8,7%
WACC arrondi	9,0%

3.4.3. Plan d'affaires d'Elixens

3.4.3.1. Plan d'affaires du management 2013-2017

Le plan d'affaires élaboré par le management d'Elixens s'étend sur la période 2013-2017 ; la durée de la période explicite est donc de cinq années.

Le plan d'affaires est sous-tendu par les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance annuel du chiffre d'affaires de 3,5% ;
- une marge d'EBITDA et d'EBIT respectivement de 5,6% et de 3,4% du chiffre d'affaires 2017, en progression constante sur la durée du plan.

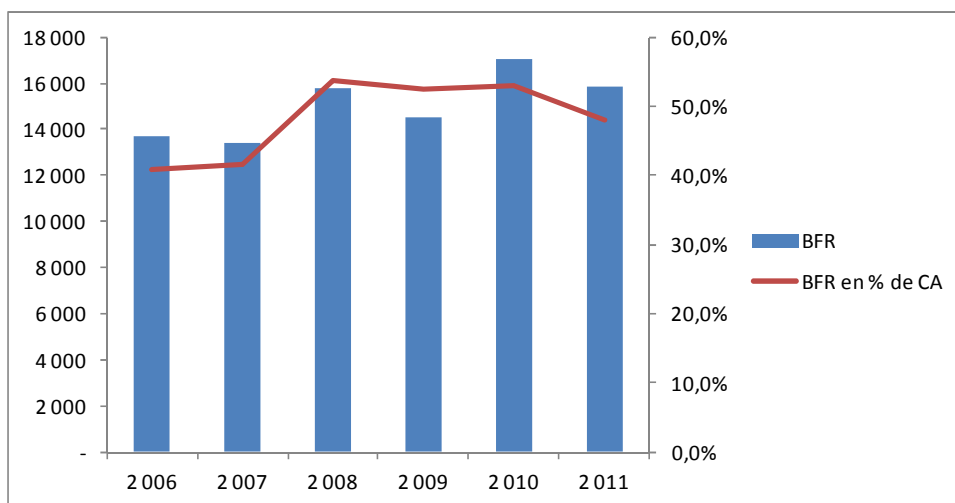
Nous avons intégré dans les prévisions de la période explicite l'économie d'impôt liée à l'apurement du déficit fiscal à fin 2012⁹⁷.

⁹⁶ Déterminé à partir d'une étude longitudinale du différentiel de rendement entre « *small caps* » et « *large caps* » (*Risk and Return of Fama/French US Indexes over 81 Years (Jan. 1928 to Dec. 2008)*).

⁹⁷ Le déficit fiscal à fin 2012 a été appréhendé en majorant les déficits groupe à fin 2011 (cf. document de référence Elixens 2011, p. 133) de la perte consolidée anticipée au titre de l'exercice 2012.

Nous avons par ailleurs tablé sur :

- un Besoin en Fonds de Roulement (BFR) de 48,2% du chiffre d'affaires, en ligne avec la moyenne historique 2006-2011⁹⁸, en considérant que l'enjeu pour le Groupe de la réduction des stocks était contrebalancé par d'autres contraintes de financement de l'exploitation⁹⁹ :



- un niveau de Capex décorrélé du chiffre d'affaires, s'inscrivant dans le prolongement des investissements antérieurs¹⁰⁰ en année pleine, étant rappelé le caractère peu capitalistique de l'activité prise dans son ensemble (§ 2.2.4).

Au vu des performances historiques, nous considérons que l'ensemble de ces hypothèses peuvent être sujettes à des aléas d'exécution, qui confèrent aux prévisions du management un caractère volontariste.

3.4.3.2. Flux normatif

Le flux normatif équivaut à un résultat d'exploitation (EBIT) :

- égal à 3% du chiffre d'affaires de l'année 2017 bornant la période de prévision, inflaté du taux de croissance anticipé de 2%¹⁰¹,
- fiscalisé au taux de droit commun de 33,33%.

⁹⁸ Les éléments constitutifs du BFR sont appréhendés en valeur brute.

⁹⁹ Telles que les mécanismes de préfinancement des récoltes de plantes aromatiques (en Crimée par exemple).

¹⁰⁰ A raison d'une progression annuelle de 50 K€ ; les investissements, d'un montant de 275 K€ en 2011, contre 279 K€ en 2010, ont porté sur l'amélioration de l'outil de travail et des conditions de sécurité du personnel, ainsi que sur l'environnement.

¹⁰¹ Taux de croissance perpétuel assimilable au taux d'inflation.

3.4.3.3. Synthèse de la valeur

L'analyse de la sensibilité de la valeur unitaire de l'action Elixens aux différents paramètres retenus dans la modélisation en DCF (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini et taux de marge d'EBIT normatif) conduit aux résultats suivants ; le modèle s'avère cependant assez peu sensible aux paramètres d'évaluation précités compte tenu de la place prépondérante de la trésorerie nette dans la formation de la valeur des capitaux propres (§ 2.3.2) :

Analyse sensibilité valeur par action au WACC et au taux de croissance

	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
8,0%	14,95	15,12	15,31	15,51	15,73
8,5%	14,57	14,72	14,87	15,04	15,22
9,0%	14,24	14,37	14,50	14,64	14,79
9,5%	13,96	14,06	14,18	14,30	14,43
10,0%	13,70	13,80	13,89	14,00	14,11

Analyse sensibilité valeur par action au taux de marge d'EBIT normatif et au WACC

	8,00%	8,50%	9,00%	9,50%	10,00%
2,6%	14,72	14,34	14,02	13,74	13,49
2,8%	15,01	14,61	14,26	13,96	13,69
3,0%	15,31	14,87	14,50	14,18	13,89
3,2%	15,60	15,13	14,74	14,40	14,10
3,4%	15,89	15,40	14,98	14,62	14,30

Analyse sensibilité valeur par action au taux de croissance et au taux de marge d'EBIT normatif

	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%
1,6%	13,84	14,07	14,29	14,52	14,74
1,8%	13,93	14,16	14,39	14,62	14,86
2,0%	14,02	14,26	14,50	14,74	14,98
2,2%	14,12	14,36	14,61	14,86	15,11
2,4%	14,22	14,48	14,73	14,99	15,24

Nous retiendrons à l'issue de ces analyses de sensibilité une fourchette réduite de valeurs unitaires du titre Elixens comprises entre **13,96 €** et **15,13 €**, avec une valeur centrale de **14,50 €**.

3.5. Actif net comptable

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan à ce jour ; il ne nous a été signalé aucun élément d'exploitation ou hors exploitation non intégré dans les états financiers.

L'Actif Net Comptable au 30 juin 2012 ressort à 20,12 €¹⁰² ; après exploitation des prévisions qui nous ont été transmises, l'estimation des capitaux propres part du groupe au 31 décembre 2012 serait du même ordre de grandeur.

L'ANC s'avère donc supérieur au résultat de toutes nos approches d'évaluation. Cette observation nous a conduits à appliquer à fin 2012 à l'actif économique (formé de l'actif immobilisé et du BFR), le différentiel entre le taux de rentabilité effectif et le taux de rentabilité attendu d'un investisseur assimilé au taux d'actualisation (§ 3.4.2.8) ; nous avons prolongé la « rente » négative qui s'en dégage sur une durée de 5 ans¹⁰³ et l'avons actualisée. Les capitaux propres minorés de cette rente négative rejoignent la valeur centrale obtenue en DCF (§ 3.4.3.3).

La faible rentabilité de la Société et le poids de la trésorerie non affectée à l'exploitation¹⁰⁴ (§ 2.2.5) trouvent ainsi leur traduction dans la valeur économique d'Elixens, les méthodes comptables ne permettant pas d'appréhender ce phénomène¹⁰⁵.

Pour autant, dans la perspective d'une procédure de retrait obligatoire et en application de la jurisprudence¹⁰⁶ nous considérons la référence à l'ANC comme incontournable et l'intégrons en conséquence dans nos critères d'évaluation, rappelés ci-dessous.

¹⁰² Total capitaux propres part du groupe au 30 juin 2012 : 40.685 K€ / 2.021.807 actions (§ 1.5.2) = 20,1 €.

¹⁰³ Durée comparable à celle des prévisions du plan d'affaires (§ 3.4.3.1).

¹⁰⁴ Compte tenu de l'évolution des résultats (§ 2.2.3), la rentabilité des fonds propres ressort à un niveau très faible ; ces fonds propres englobent la trésorerie placée, non directement affectée à l'exploitation, qu'il convient théoriquement de retraiter pour appréhender le niveau des fonds propres industriels.

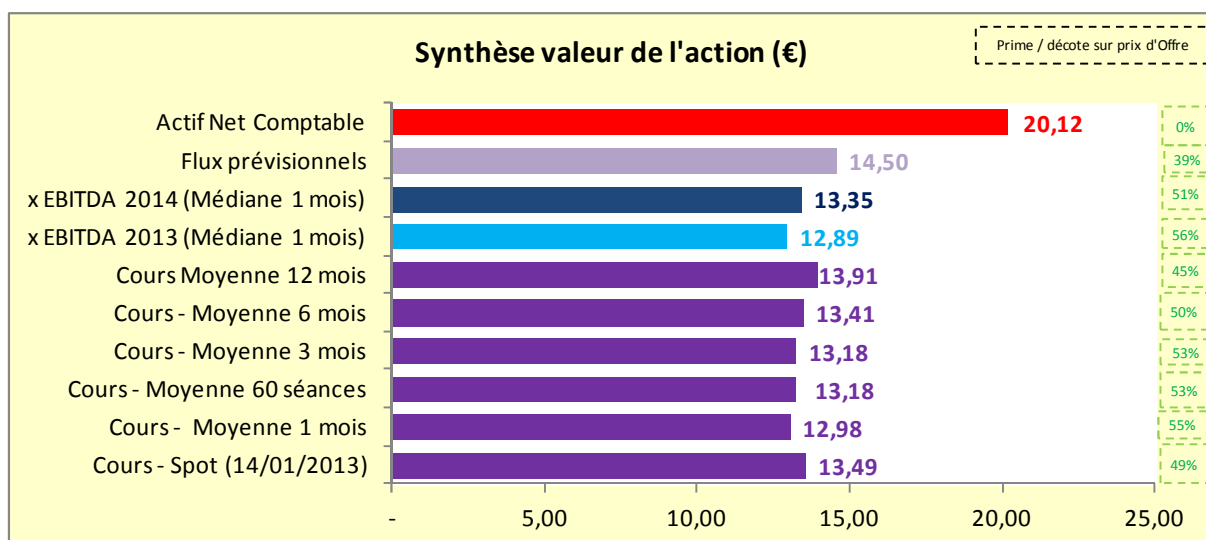
¹⁰⁵ Les tests d'*impairment* notamment ne portent que sur une partie du périmètre du Groupe ; les survaleurs ont d'ailleurs été en grande partie déjà provisionnées, à proportion d'environ deux tiers (§ 2.2.4).

¹⁰⁶ Arrêt Citrus du 9 avril 2002, Cour d'appel de Paris.

4. SYNTHÈSE DE LA VALORISATION MULTICRITÈRES

Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritères sont résumées ci-après ; le prix d'Offre, en ligne avec l'actif net comptable, fait apparaître une prime sur l'ensemble des autres critères d'évaluation :

Synthèse								
	Multiples / Taux de croissance	Agrégats (WACC)	VE (K€)	Trésorerie nette	CP (K€)	Nombre d'actions	Valeur de l'action (€)	Prime / décote induite
Cours - Spot (14/01/2013)					27 274,2	2 021 807	13,49	49%
Cours - Moyenne 1 mois					26 243,1	2 021 807	12,98	55%
Cours - Moyenne 60 séances					26 647,4	2 021 807	13,18	53%
Cours - Moyenne 3 mois					26 647,4	2 021 807	13,18	53%
Cours - Moyenne 6 mois					27 112,4	2 021 807	13,41	50%
Cours Moyenne 12 mois					28 123,3	2 021 807	13,91	45%
x EBITDA 2013 (Médiane 1 mois)	9,7x	941,0	9 125,1	16 933,0	26 058,1	2 021 807	12,89	56%
x EBITDA 2014 (Médiane 1 mois)	9,1x	1 109,0	10 065,5	16 933,0	26 998,5	2 021 807	13,35	51%
Flux prévisionnels	2%	9%	8 853,4	20 461,0	29 314,4	2 021 807	14,50	39%
Actif Net Comptable					40 685,0	2 021 807	20,12	0%



5. ANALYSE DES ELEMENTS DE VALORISATION DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par Banque Palatine.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles a eu recours l'établissement présentateur.

Il ressort de la comparaison de nos travaux de valorisation avec ceux effectués par Banque Palatine les principaux points suivants.

5.1. Valorisation analogique

5.1.1. *Années de référence*

L'établissement présentateur présente une valeur de l'action Elixens par référence à la moyenne des multiples d'EBITDA de 2013 à 2014.

Nous appliquons pour notre part les multiples médians d'EBITDA 2013 et 2014, en distinguant les résultats obtenus sur ces deux années.

5.1.2. *Choix des comparables*

Le choix de l'établissement présentateur s'est porté sur un échantillon de 6 comparables qui, à l'exception de la société CSM NV, sont inclus dans notre panel :

- Givaudan,
- Symrise,
- Frutarom Industries,
- CSM NV,
- Naturex,
- Robertet.

Nous avons écarté CSM NV en raison d'une activité qui nous paraît très spécifique par rapport à celle d'Elixens et des autres comparables¹⁰⁷ ; l'exclusion de CSM NV rehausserait dans des proportions toutefois peu significatives la valeur de l'action Elixens selon l'établissement présentateur.

¹⁰⁷ Les produits de boulangerie représentent une part majeure du chiffre d'affaires ; l'autre pan accessoire de l'activité est constitué de produits biochimiques.

5.1.3. Trésorerie nette

Banque Palatine a retenu schématiquement le même principe de calcul de la trésorerie nette que celle utilisée en DCF, tandis que nous avons différencié le calcul de la trésorerie nette selon la méthode de valorisation analogique par les comparables boursiers et la méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie¹⁰⁸ ; implicitement l'établissement présentateur reconnaît une liquidité des comptes courants équivalente à celle des titres AFS.

5.2. Valorisation intrinsèque

5.2.1. Paramètres financiers

L'examen comparé de l'application de la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie met également en exergue quelques divergences entre l'établissement présentateur et l'expert indépendant, notamment dans le niveau des paramètres structurant le modèle DCF (taux d'actualisation et taux de croissance) ; nos paramètres financiers tendent à augmenter la valeur du titre dans la mesure où :

- le taux d'actualisation retenu par Banque Palatine est de 10,582%, le nôtre de 9%¹⁰⁹ ;
- nous retenons un taux de croissance à l'infini de 2% versus 1,5% pour Banque Palatine.

5.2.2. Paramètres d'activité

Sur un plan plus méthodologique, l'établissement présentateur étire de deux années (2018 et 2019) l'horizon explicite du plan d'affaires communiqué par le management de la Société, en tablant sur un flux récurrent calculé sur le dernier *cash-flow* de cette période de transition (2019) inflaté du taux de croissance perpétuel.

Nous nous sommes limités quant à nous à la période de prévisions du management en construisant la valeur terminale à partir du résultat fiscalisé à fin 2017, en postulant à l'infini l'absence de variation de BFR.

¹⁰⁸ Nous avons *de facto* exclu de la trésorerie nette, pour la valorisation analogique, les considérations fiscales sur le déficit reportable et les titres AFS auxquelles l'établissement présentateur se réfère.

¹⁰⁹ Nous avons noté que les flux de trésorerie étaient actualisés par l'établissement présentateur en pratiques positions étant usuelles.

5.2.3. Trésorerie nette

La trésorerie nette appliquée en DCF par l'établissement présentateur pour passer de la valeur d'entreprise à celle des capitaux propres est inférieure à celle que nous avons retenue, en raison principalement d'un différentiel d'impôts différés à fin 2012.

5.3. Synthèse

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'établissement présentateur est présentée ci-après :

	Ledouble SA	Banque Palatine
DCF	13,96 € - 15,13 €	12,53 € - 13,37 €
Valeur centrale DCF	14,50 €	12,90 €
Comparables boursiers	12,89 € - 13,35 €	14,05 €
Cours de bourse	12,98 € - 13,91 €	12,99 € - 13,88 €
Actif Net Comptable	20,12 €	20,12 €

6. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux de valorisation du titre Elixens, nous sommes d'avis que le prix proposé de 20,12 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte, et dans la perspective d'une procédure de retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 16 janvier 2013.

Olivier CRETTE

Dominique LEDOUBLE

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de l'expert Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par l'expert Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Annexe 5
- Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA Annexe 6
- Profitabilité historique de la Société et des comparables Annexe 7
- Présentation des comparables Annexe 8

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de l'expert

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- revue de presse et recherches documentaires
- analyse de l'Offre, de sa finalité et de son cadre juridique
- étude de l'évolution historique du titre de la Société
- entretiens avec le management de la Société et l'établissement présentateur
- échanges avec l'établissement présentateur sur les bases de valorisation

2. Travaux de valorisation

- revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants de la Société au travers des décisions d'assemblées générales, des procès-verbaux des organes d'administration¹¹⁰ et des rapports des organes d'administration à l'assemblée générale
- constitution d'un panel de « comparables »
- approches d'évaluation multicritères (références boursières et prévisionnelles)
- recherche de transactions comparables

3. Rapport d'expertise indépendante

- réunions et entretiens téléphoniques
- rédaction d'une lettre de mission et d'une proposition de lettre d'affirmation destinées au management de la Société
- rédaction de l'attestation d'équité
- administration et supervision de la mission

4. Rémunération de l'expert

Le montant des honoraires aux termes de la lettre de mission de l'expert portant sur la présente Offre s'établit à 50.000 € (hors taxes).

¹¹⁰ Conseil d'administration puis Directoire.

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

- **Novembre**

⇒ Semaine du 12 novembre 2012 au 18 novembre 2012 :

- Contacts et réunion préalable avec le management de la Cible
- Exploitation des informations publiques disponibles et recherche documentaire
- Examen de l'évolution historique du cours de bourse de la Cible

⇒ Semaine du 19 novembre 2012 au 25 novembre 2012 :

- Contacts avec le management de la Cible et le conseil juridique
- Etude du cadre réglementaire de l'Offre visant une procédure de retrait obligatoire

- **Décembre**

⇒ Semaine du 3 décembre 2012 au 9 décembre 2012 :

- Requête documentaire

⇒ Semaine du 10 décembre 2012 au 16 décembre 2012 :

- Nomination de l'expert indépendant par le conseil de surveillance de la Cible
- Evaluation multicritères à l'appui des réponses à la requête documentaire, du plan d'affaires et de la constitution d'un panel de comparables
- Exploitation de la documentation juridique de l'Initiateur

⇒ Semaine du 17 décembre 2012 au 23 décembre 2012 :

- Contacts, réunion et entretiens avec le management de la Cible
- Demandes d'informations complémentaires
- Contact avec l'établissement présentateur
- Poursuite de l'évaluation multicritères
- Analyse de l'atterrissage bilantiel de la Cible à fin 2012

⇒ Semaine du 24 décembre 2012 au 30 décembre 2012 :

- Demande d'informations complémentaires
- Poursuite de l'évaluation multicritères

⇒ Semaine du 31 décembre 2012 au 6 janvier 2013 :

- Proposition de lettre de mission
- Contacts avec le management de la Cible
- Demandes d'informations complémentaires
- Exploitation de la documentation juridique de la Cible
- Exploitation des projets de note d'information de l'Initiateur et de la Cible en réponse
- Contacts et réunion avec l'établissement présentateur
- Trame de l'attestation d'équité

⇒ Semaine du 7 janvier 2013 au 13 janvier 2013 :

- Contacts avec le management de la Cible et l'établissement présentateur
- Examen des premiers éléments de valorisation de l'établissement présentateur
- Demandes d'informations complémentaires
- Poursuite de l'évaluation multicritères
- Rédaction du projet d'attestation d'équité

⇒ Semaine du 14 janvier 2013 au 20 janvier 2013 :

- Point d'étape avec le management de la Cible et l'établissement présentateur
- Levée des points en suspens
- Finalisation et transmission du texte de la lettre d'affirmation
- Transmission du projet d'attestation d'équité
- Contact avec le collège des commissaires aux comptes
- Mise à jour de l'évaluation multicritères de la Cible au vu des paramètres boursiers à la date de la suspension de cours¹¹¹
- Examen du rapport de l'établissement présentateur
- Examen de la version finale des notes d'information de l'Initiateur et de la Cible en réponse
- Finalisation de l'attestation d'équité
- Délivrance de l'attestation d'équité en vue du conseil de surveillance de la Cible du 17 janvier 2013 et du dépôt subséquent du projet d'Offre auprès de l'AMF.

¹¹¹ Au 14 janvier 2013.

Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par l'expert

1) ELIXENS

Emmanuel Alves	Président du conseil de surveillance
Carole Abdelli	Présidente du Directoire
Richard Michalak	Directeur financier
Serge Aubry	Membre du Conseil de surveillance
Bernard Pommier	Membre du Conseil de surveillance et conseil juridique

1) BANQUE PALATINE¹¹²

Pierre-Antoine Jacquesson	Directeur adjoint
Françoise Vassel	Directeur de mission
Thomas Clerc	Chargé d'affaires

2) COMMISSAIRES AUX COMPTES¹¹³

Adam Demouchy & Associés

Christophe Cassel	Associé
-------------------	---------

Mazars

Pascal Thibault	Associé
-----------------	---------

¹¹² Département Opérations Financières.

¹¹³ Les contacts avec le collège des commissaires aux comptes ont été établis dans le strict respect des règles de secret professionnel.

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

Notes d'information de l'Offre et évaluation de l'établissement présentateur

- Projet de note d'information relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Elixens initiée par Yriel SARL agissant de concert avec les membres de la famille Alves
- Projet de note d'information établie par Elixens en réponse au projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Elixens initiée par la société Yriel SARL agissant de concert avec les membres de la famille Alves
- Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Yriel SARL
- Autres informations relatives à Elixens
- Rapport d'appréciation du prix proposé par action de la société Elixens dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Elixens initiée par la société Yriel SARL (Banque Palatine)
- Offre de financement (Banque Palatine)

Documentation juridique de la Société¹¹⁴

- Procès-verbaux des assemblées générales 2010 à 2012
- Procès-verbaux des Directoires 2012
- Procès-verbaux des Conseils d'administration 2010 à 2012¹¹⁵
- Procès-verbaux des Conseils de surveillance 2012
- Contrat de liquidité conclu le 8 mars 2012 entre Elixens de première part, M. Emmanuel Alves et Mme Carole Abdelli, de deuxième part, et Dexia Securities France
- Statuts et extrait Kbis

¹¹⁴ Hors informations juridiques contenues dans les documents de référence.

¹¹⁵ La Société a adopté la forme juridique de SA à Conseil de surveillance et Directoire le 30 mars 2012.

Documentation comptable et financière d'Elixens¹¹⁶

- Dernière estimation du chiffre d'affaires et du résultat 2012
- Compte de résultat prévisionnel (2012 – 2017) consolidé
- Estimation des capitaux propres à fin 2012 et fin 2013
- Bilan de synthèse consolidé estimé au 31 décembre 2012
- Comptes courants débiteurs au 31 décembre 2012
- Estimation des provisions pour risques et charges au 31 décembre 2012
- Composition du portefeuille de titres AFS au 31 décembre 2012
- Rapport financier du 1^{er} semestre 2012
- Bilan de synthèse consolidé au 30 juin 2012
- Comptes courants débiteurs au 30 juin 2012
- Situation du 1^{er} janvier 2012 au 30 juin 2012 de Vincent Développement
- Situation du 1^{er} janvier 2012 au 30 juin 2012 de Vincent Industrie
- Document de référence 2011
- Rapport financier 2011
- Estimation indicative de la valeur d'utilité de Floressence, Bio Inter et Vincent Industrie au 31 décembre 2011 (Ernst & Young).
- Rapports financiers semestriels 2011 et 2010
- Etat de suivi des déficits d'ensemble au 31 décembre 2011
- Documents de référence de 2007 à 2011

Documentation juridique et comptable d'Yriel

- Statuts et extrait Kbis
- Rapports de gestion 2010 à 2012
- Liasse fiscale 2011 et annexe comptable au 31 décembre 2011

¹¹⁶ Orgasynth Groupe avant changement de dénomination.

Documentation sectorielle

- Etudes Xerfi :
 - « Parfums et cosmétiques (fabrication) », février 2012
 - « Arômes et huiles essentielles », mars 2012
- Bureau des marchés internationaux, rapport d'analyse de marché, mars 2011

Bases de données

- Thomson One
- InFinancials
- Xerfi

Informations en ligne

- http://www.elixens.com/index.php?option=com_content&view=article&id=60&Itemid=55&lang=fr¹¹⁷
- <http://www.leffingwell.com>¹¹⁸
- <http://www.sri.com>¹¹⁹
- <http://www.amf-france.org/>¹²⁰
- http://cib.natixis.com/presentation/official_rate.aspx¹²¹
- <http://www.vernimmen.net>¹²²
- <http://www.boursorama.com/cours.phtml?symbole=1rPORG>¹²³

¹¹⁷ Site de la Société.

¹¹⁸ Site de Leffingwell & Associés.

¹¹⁹ Site de SRI International.

¹²⁰ Site de l'AMF.

¹²¹ Site de Natixis.

¹²² Site de Vernimmen.

¹²³ Site de Boursorama.

Annexe 5 : Composition de l'équipe

Ledouble SA est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine au cours des six années écoulées figurent en **annexe 6**. Ledouble SA est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Dominique LEDOUBLE (62 ans), Président de Ledouble SA

- HEC, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en droit
- A fondé Ledouble SA (anciennement CDL) en 1993 après avoir été Directeur du Développement à la Fiduciaire de France puis associé de Salustro-Reydel
- Président de la Fédération Française des Experts en Evaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI)
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante ou de commissariat aux apports ou à la fusion
- Professeur associé au CNAM et chargé de cours à Sciences-Po

Olivier CRETTE (48 ans), Associé

- EM Lyon, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes
- Conduit régulièrement des missions d'attestation d'équité et d'évaluation portant sur des opérations publiques ou privées
- Chargé d'enseignement au CNAM, à l'IAE de Paris et à l'Université Paris IX – Dauphine

Nicolas POUPET (29 ans)

- Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Dauphine
- Master II Finance de l'IAE de Paris
- Expert-comptable stagiaire
- Intervient dans des missions de commissariat aux apports et à la fusion et des attestations d'équité

Marc de LA BEDOYERE (26 ans)

- Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Panthéon-Sorbonne
- Master Spécialisé Ingénierie Financière de l'EM Lyon
- Intervient dans des missions de commissariat aux apports et à la fusion et des attestations d'équité

--

Agnès PINIOT (46 ans), Associée en charge de la revue indépendante

Agnès Piniot n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de la présente expertise ; elle est intervenue au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble SA conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006.

- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine, Expert-comptable et commissaire aux comptes, Expert en finance près la Cour d'Appel de Versailles
- Membre de l'APEI
- Membre de la Commission « Evaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes
- Conduit régulièrement des missions d'évaluation portant sur des opérations publiques ou privées, ainsi que des interventions d'assistance aux litiges à caractère privé

**Annexe 6 : Liste des dernières expertises et analyses financières réalisées par
Ledouble SA**

<u>Année</u>	<u>Société concernée</u>	<u>Etablissement présentateur</u>
<u>2012</u>	<u>Orchestra Kazibao</u>	<u>Arkeon Finance</u>
<u>2012</u>	<u>Leguide.com</u>	<u>Natixis</u>
<u>2011</u>	<u>Xiring</u>	<u>Oddo Corporate Finance</u>
<u>2011</u>	<u>Eurosic</u>	<u>BNP Paribas</u>
<u>2011</u>	<u>Maurel et Prom Nigeria</u>	<u>=</u>
<u>2011</u>	<u>Metrologic</u>	<u>HSBC</u>
<u>2011</u>	<u>Merci Plus</u>	<u>Oddo Corporate Finance</u>
<u>2011</u>	<u>Stallergenes</u>	<u>Deutsche Bank</u>
<u>2010</u>	<u>Initiative & Finance Investissement</u>	<u>Rothschild & Cie Banque</u>
<u>2010</u>	<u>Sperian Protection</u>	<u>Lazard et Deutsche Bank</u>
<u>2010</u>	<u>Sodifrance</u>	<u>Portzamparc</u>
<u>2010</u>	<u>Radiall</u>	<u>Oddo Corporate Finance</u>
<u>2009</u>	<u>Foncière Développement Logements</u>	<u>Société Générale et CA LYON</u>
<u>2009</u>	<u>L'Inventoriste</u>	<u>Dexia Securities France</u>
<u>2009</u>	<u>GiFi</u>	<u>SGCIB</u>
<u>2009</u>	<u>Homair Vacances</u>	<u>Arkeon Finance</u>
<u>2008</u>	<u>Keyrus</u>	<u>CA LYON</u>
<u>2008</u>	<u>Réponse</u>	<u>Rothschild Transaction R</u>
<u>2008</u>	<u>SASA</u>	<u>Oddo Corporate Finance</u>
<u>2008</u>	<u>Sodexo</u>	<u>Lazard</u>
<u>2008</u>	<u>Alain Afflelou</u>	<u>Lazard</u>
<u>2008</u>	<u>CEDIP</u>	<u>Oddo Corporate Finance</u>
<u>2007</u>	<u>HF COMPANY</u>	<u>Europe Offering</u>
<u>2007</u>	<u>TOUAX</u>	<u>Société Générale</u>
<u>2007</u>	<u>XRT</u>	<u>BNP Paribas</u>
<u>2007</u>	<u>Aufeminin.com</u>	<u>BNP Paribas</u>
<u>2007</u>	<u>Cross Micropole</u>	<u>Oddo Corporate Finance</u>
<u>2007</u>	<u>Lucia</u>	<u>BNP Paribas</u>
<u>2007</u>	<u>Buffalo grill</u>	<u>Rothschild et IXIS CB</u>
<u>2007</u>	<u>APEM</u>	<u>Société Générale</u>

Annexe 7 : Profitabilité d'Elixens et des sociétés comparables

Company name	Return on Equity (ROE)				Return on Capital employed (ROCE)				EBITDA / Sales (EBITDA margin)				EBIT / Sales (EBIT margin)			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Frutarom Industries Ltd.	14,1%	11,1%	13,0%	11,2%	13,4%	11,1%	15,0%	10,7%	15,8%	15,4%	17,9%	15,7%	12,0%	11,1%	14,0%	11,3%
Givaudan AG	4,7%	8,1%	10,9%	7,3%	8,2%	8,1%	12,1%	8,2%	21,4%	19,3%	23,0%	19,4%	11,7%	11,5%	15,1%	11,3%
International Flavors & Fragrances Inc	38,6%	29,1%	29,8%	25,4%	15,1%	15,8%	18,6%	17,9%	18,7%	18,8%	19,3%	18,5%	14,7%	14,5%	15,6%	15,0%
Naturex SA	7,8%	5,2%	9,5%	7,7%	8,4%	5,6%	10,0%	9,4%	16,9%	18,0%	17,1%	16,7%	12,1%	12,8%	12,1%	11,3%
Robertet SA	9,3%	9,5%	14,1%	11,9%	11,0%	12,2%	18,8%	15,1%	9,7%	10,6%	13,7%	12,8%	7,0%	7,6%	11,1%	10,1%
Sensient Tech Corp	11,1%	10,0%	11,3%	11,9%	11,8%	10,4%	12,4%	13,1%	16,4%	15,7%	16,4%	16,6%	12,9%	12,2%	13,1%	13,3%
Symrise AG	14,0%	12,6%	17,4%	16,7%	11,9%	10,7%	15,1%	14,3%	19,9%	18,3%	21,1%	20,0%	14,2%	12,0%	15,5%	14,7%
T Hasegawa Co Ltd	na	na	na	na	na	na	na	na	14,9%	14,7%	17,5%	17,7%	7,1%	6,4%	8,5%	10,2%
Takasago International Corp.	6,6%	4,6%	7,6%	3,4%	6,4%	5,6%	7,1%	4,8%	8,5%	9,2%	9,8%	7,9%	4,3%	4,0%	4,9%	3,3%
Mean	12,3%	10,5%	13,7%	11,9%	10,6%	9,5%	14,4%	11,7%	14,8%	14,5%	16,4%	16,1%	9,9%	9,4%	11,6%	11,2%
Median	9,3%	9,5%	11,3%	11,5%	11,0%	10,4%	15,0%	11,9%	16,1%	15,6%	17,3%	16,7%	11,8%	11,3%	12,6%	11,3%
Elixens SA	(10,5%)	(1,7%)	4,5%	4,1%	(19,0%)	(4,7%)	8,7%	(6,7%)	(1,2%)	(1,0%)	7,0%	(0,5%)	(11,8%)	(2,9%)	5,5%	(3,8%)

Annexe 8 : Présentation des comparables¹²⁴

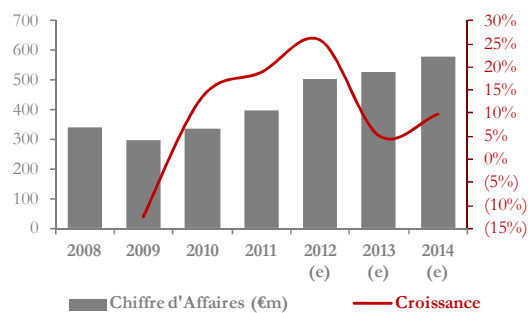
Frutarom Industries Ltd.

⇒ Présentation :

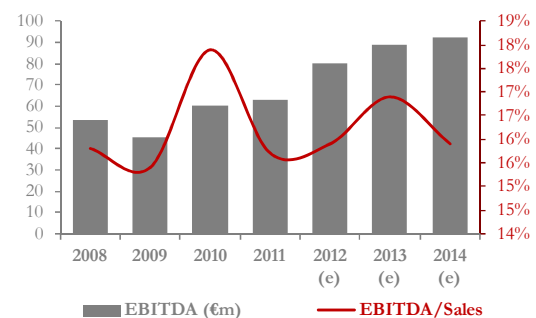
La société développe, produit et distribue des arômes utilisés dans la fabrication d'alimentation, de boissons, de produits pharmaceutiques et de produits d'hygiène. Ses activités s'articulent autour de deux divisions : arômes et alimentation. Frutarom confectionne et vend ses produits dans plus de 120 pays.

⇒ Profil financier :

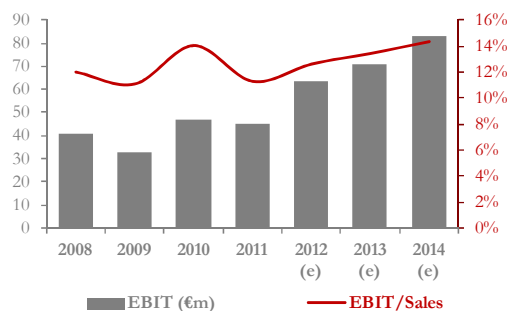
Net Sales - Net sales growth



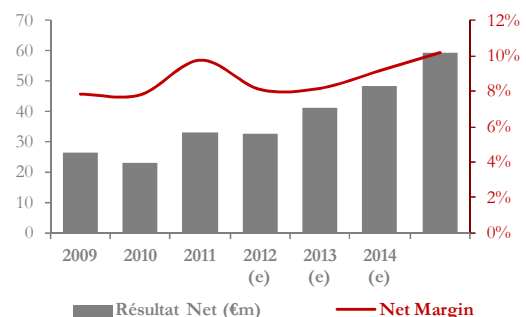
EBITDA – Marge d'EBITDA



EBIT – Marge d'EBIT



Résultat net – Marge nette



¹²⁴ Les présentations sont issues de Xerfi / Infinafcials et les graphiques d'Infinafcials

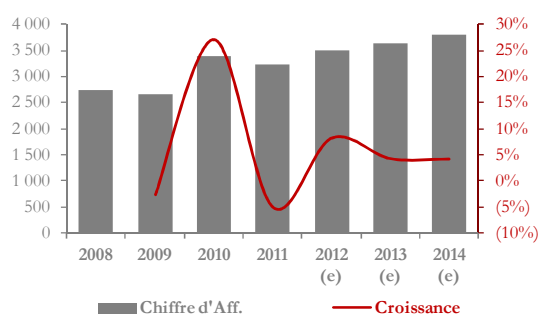
Givaudan AG

⇒ Présentation :

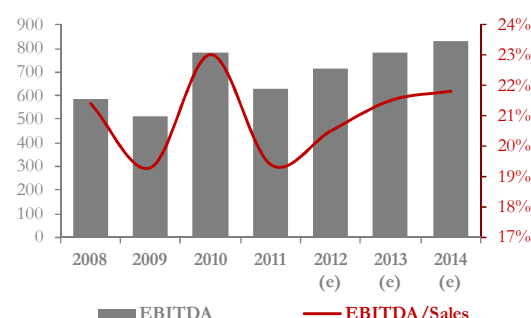
Le Groupe Givaudan revendique la place de numéro 1 mondial du marché des arômes et des parfums. La division arôme profite du succès de ses solutions de remplacement du sucre et du sel qui enregistrent des croissances à deux chiffres. La division parfum est aussi impliquée dans le secteur des arômes du fait de son activité dans les huiles essentielles. Les ventes d'arômes sont destinées à quatre principaux marchés : les boissons (36%), les plats salés (35%), la confiserie (16%) et les produits laitiers (13%).

⇒ Profil financier :

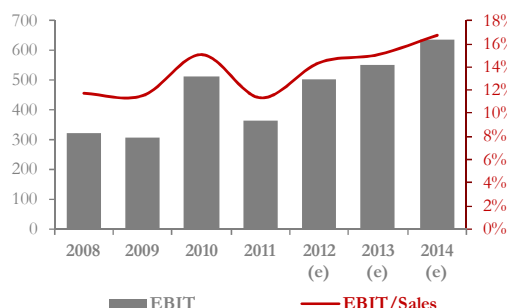
Net Sales - Net sales growth



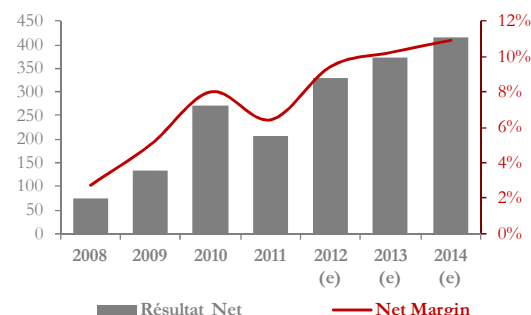
EBITDA – Marge d'EBITDA



EBIT – Marge d'EBIT



Résultat net – Marge nette



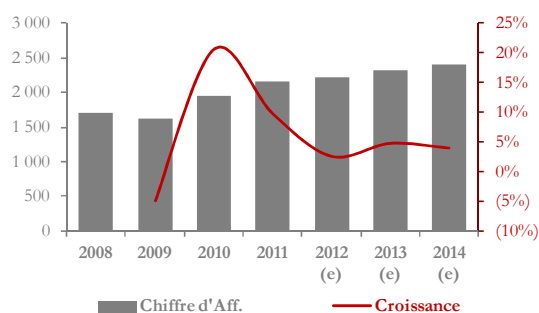
International Flavors & Fragrances Inc

⇒ Présentation :

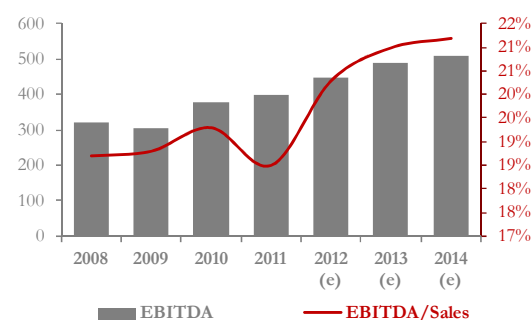
IFF est une multinationale américaine spécialisée dans la production de produits aromatiques et de parfumerie ; elle est considérée comme le numéro 3 du marché des arômes et parfums avec 12% de part de marché. La branche parfum produit d'importantes quantités d'huiles essentielles. La branche arômes développe et conçoit des produits pour les boissons, les produits laitiers, les aliments salés et la pâtisserie.

⇒ Profil financier :

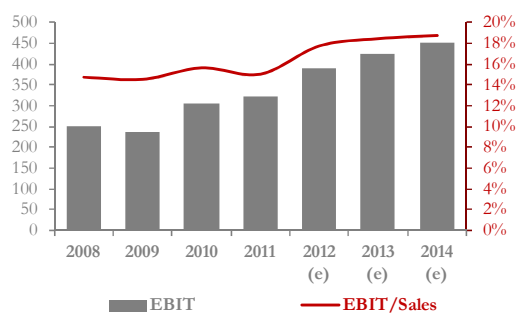
Net Sales - Net sales growth



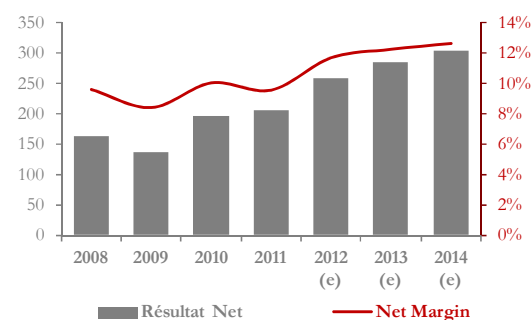
EBITDA – Marge d'EBITDA



EBIT – Marge d'EBIT



Résultat net – Marge nette



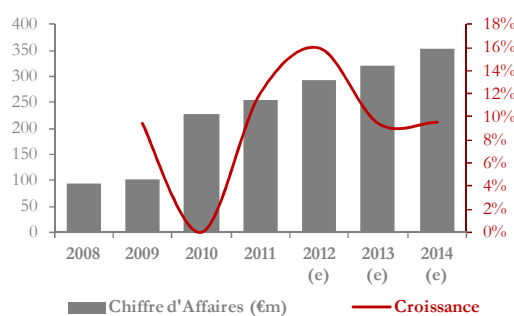
Naturex SA

⇒ Présentation :

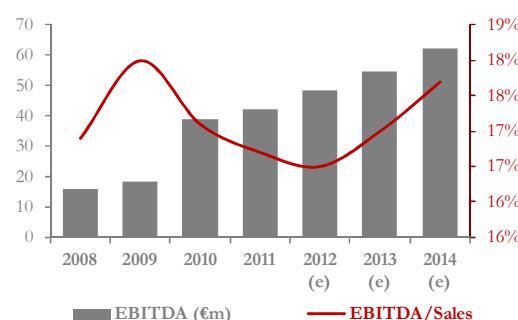
Naturex est un groupe français créé en 1982 ; il est spécialisé dans la production d'ingrédients naturels pour les marchés de l'agroalimentaire, des arômes, de la nutraceutique, de la pharmacie et des cosmétiques. Naturex intègre toute la chaîne de valeur, des matières premières aux produits finis. Le groupe est un important producteur d'huiles essentielles, dont une part importante sert à la fabrication de ses propres produits, parmi lesquels des compositions aromatiques.

⇒ Profil financier :

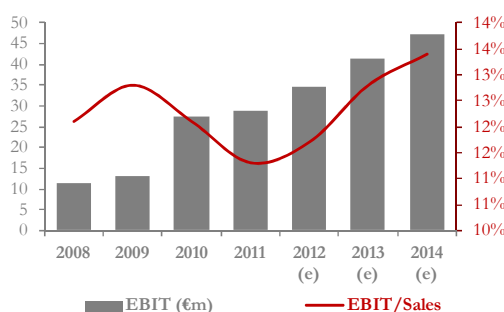
Net Sales - Net sales growth



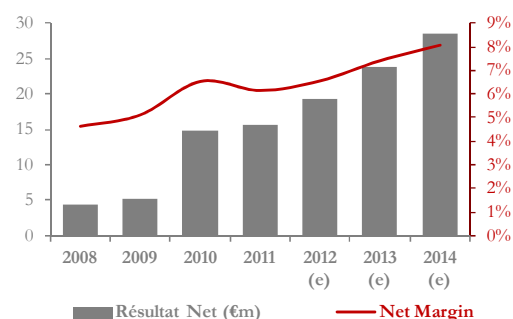
EBITDA – Marge d'EBITDA



EBIT – Marge d'EBIT



Résultat net – Marge nette



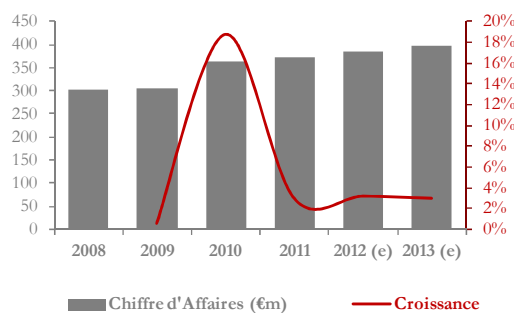
Robertet SA

⇒ Présentation :

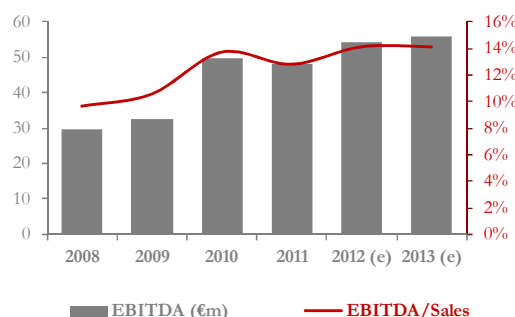
Robertet est un groupe français de référence dans la conception, la production et la commercialisation de produits aromatiques pour l'agroalimentaire et la parfumerie ; il revendique le premier rang mondial dans les ingrédients naturels destinés à la production de parfums ou d'arômes. Robertet produit des arômes sucrés pour les industries des boissons, des produits laitiers et de la pharmacie. Les arômes salés sont produits pour l'agroalimentaire. Les huiles essentielles sont destinées à la production de parfums et d'arômes.

⇒ Profil financier :

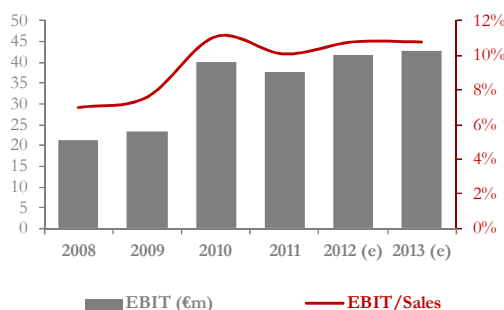
Net Sales - Net sales growth



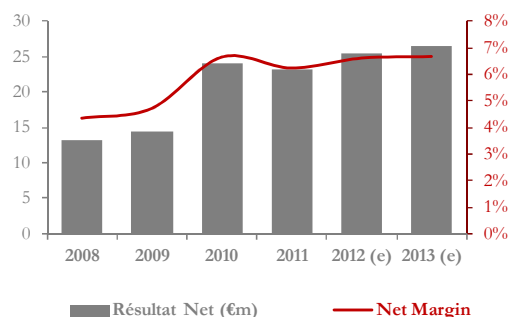
EBITDA – Marge d'EBITDA



EBIT – Marge d'EBIT



Résultat net – Marge nette



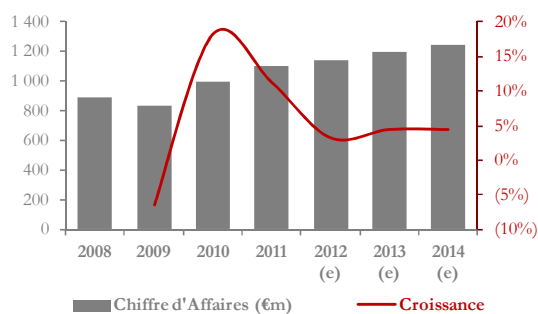
Sensient Tech Corp

⇒ Présentation :

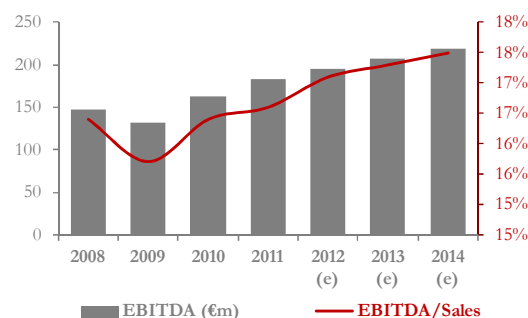
Sensient Technologies est une multinationale américaine dont l'activité de production est répartie entre quatre divisions : arômes et parfums, colorants, Asie Pacifique, Chine. Les produits de la division arômes et parfums se répartissent comme suit : arômes déshydratés (28%), arômes salés (20%), arômes pour produits laitiers (20%), parfums (10%), arômes pour boissons (8%), arômes pour la pâtisserie (5%) et autres arômes (9%).

⇒ Profil financier :

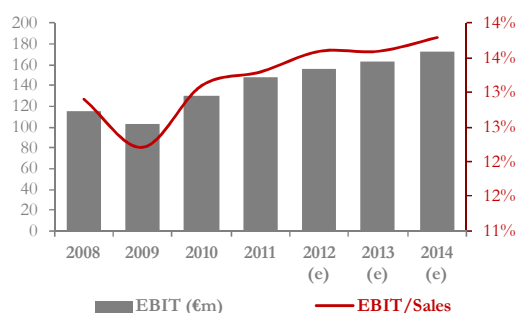
Net Sales - Net sales growth



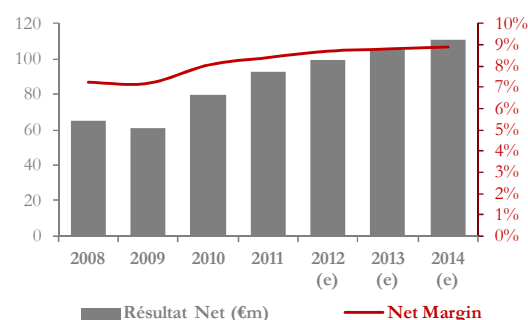
EBITDA – Marge d'EBITDA



EBIT – Marge d'EBIT



Résultat net – Marge nette



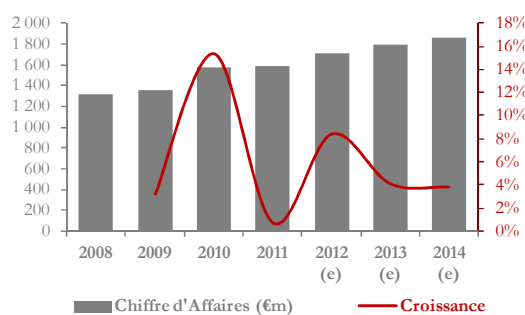
Symrise AG

⇒ Présentation :

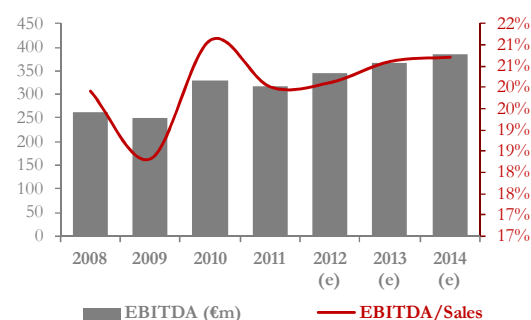
Symrise développe, produit et commercialise des parfums, des arômes ainsi que des ingrédients et produits finis pour l'industrie cosmétique et les soins du corps (dentifrice, crèmes,...). Le groupe est numéro quatre mondial du marché des arômes et parfums. Les principaux clients de Symrise sont les entreprises de parfumerie, de cosmétiques, de l'alimentaire ainsi que les fabricants de produits d'entretien.

⇒ Profil financier :

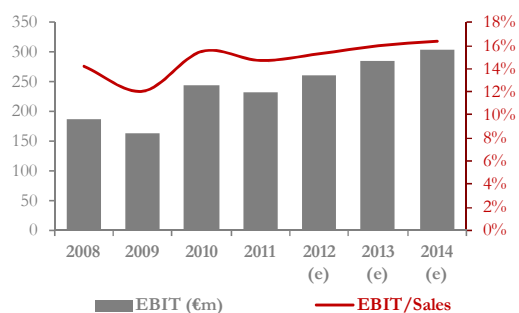
Net Sales - Net sales growth



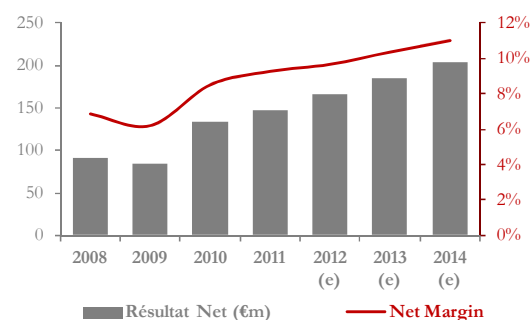
EBITDA – Marge d'EBITDA



EBIT – Marge d'EBIT



Résultat net – Marge nette



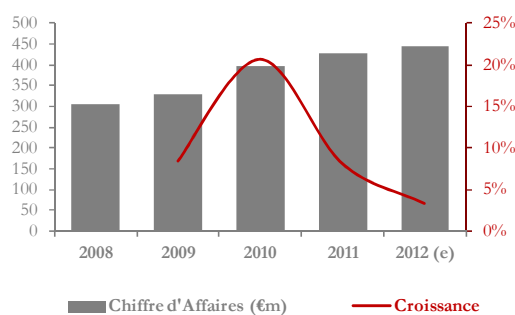
T Hasegawa Co Ltd

⇒ Présentation:

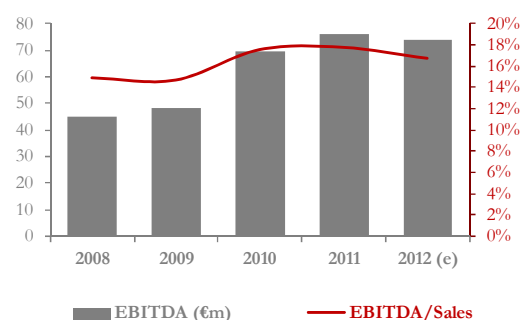
Le groupe évolue dans la production et la vente d'arômes, fragrances et éléments de chimie fine ; il fournit des arômes pour les boissons, glaces, confiseries, pâtes à mâcher, alimentation froide, soupes. De plus, T Hasegawa produit des fragrances pour les parfums, les eaux de cologne, la cosmétique, les savons, les détergents, les shampoings et les produits domestiques.

⇒ Profil financier :

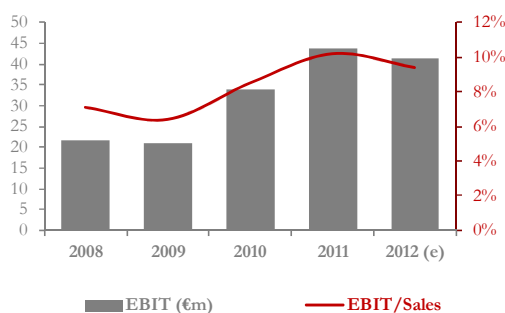
Net Sales - Net sales growth



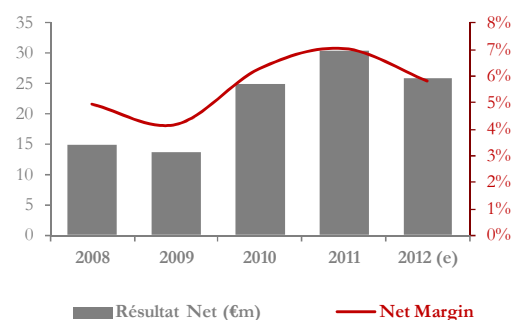
EBITDA – Marge d'EBITDA



EBIT – Marge d'EBIT



Résultat net – Marge nette



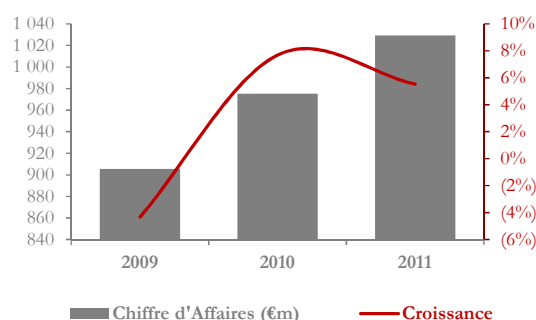
Takasago International

⇒ Présentation :

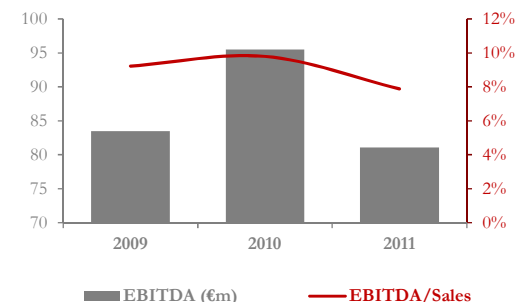
Takasago est un groupe japonais créé en 1920 ; il est spécialisé dans la composition d'arômes et de parfums. Le groupe s'est également diversifié dans la chimie fine (notamment pharmaceutique) mais cette activité est en baisse depuis plusieurs années. 69% du volume d'affaires du groupe est à relier à la production et à la vente d'arômes. La division parfumerie représente 22% du chiffre d'affaires et compte une activité de production d'huiles essentielles ; cette division intègre également la création de produits finis tels que les parfums, aérosols, shampoings, déodorants ou cosmétiques.

⇒ Profil financier :

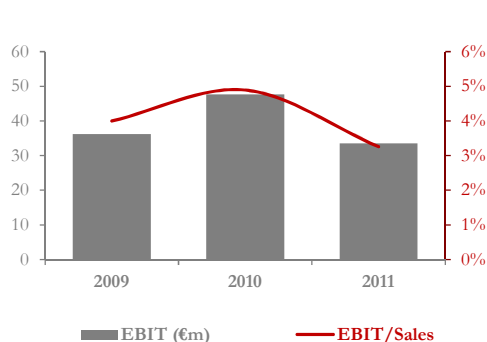
Net Sales - Net sales growth



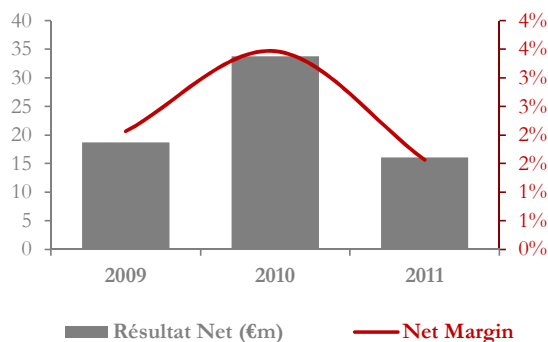
EBITDA – Marge d'EBITDA



EBIT – Marge d'EBIT



Résultat net – Marge nette



Elixens

Offre Publique d'Achat Simplifiée

--

ADDENDUM A L'ATTESTATION D'EQUITE

Dans le cadre de l'examen du projet d'Offre sur les titres Elixens initiée par Yriel, l'AMF a souhaité obtenir une précision sur le niveau de l'Actif Net Comptable anticipé au 31 décembre 2012 :

- Sur la base des données du plan d'affaires qu'il a établi, le management d'Elixens estime que l'Actif Net Comptable par action au 31 décembre 2012, déterminé selon les mêmes principes et méthodes comptables que ceux appliqués pour les comptes arrêtés au 31 décembre 2011 et au 30 juin 2012, ne serait pas supérieur à 20,12 €, étant précisé que les comptes de la Société ne sont pas arrêtés à ce stade ;
- Sur la base de nos travaux qui se sont référés aux prévisions telles que figurant dans le plan d'affaires et aux affirmations du management d'Elixens, l'Actif Net Comptable par action au 31 décembre 2012 se situerait au maximum au prix d'Offre ; nous avons indiqué à ce titre, au chapitre 3.5 de l'attestation d'équité du 16 janvier 2013, que « L'Actif Net Comptable au 30 juin 2012 ressort à 20,12 € ; après exploitation des prévisions qui nous ont été transmises, l'estimation des capitaux propres part du groupe au 31 décembre 2012 serait du même ordre de grandeur. »

Nous confirmons qu'à l'issue de nos travaux de valorisation du titre Elixens, nous sommes d'avis que le prix proposé de 20,12 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte, et dans la perspective d'une procédure de retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 29 janvier 2013.

Olivier CRETTE

Dominique LEDOUBLE

Le Conseil a pris acte que la société YRIEL (ci-après « l'Initiateur ») agissant de concert avec Monsieur et Madame Alves, Monsieur et Madame Abdelli a l'intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée (ci-après « l'Offre »), dont elle sera l'initiateur et qui portera sur un nombre maximum de 108 017 actions représentant 4,91 % du capital et des droits de vote théoriques d'ELIXENS (ci-après « la Société »), compte tenu des 177 375 actions auto-détenues qui ne seront pas apportées à l'Offre.

L'Initiateur détenant 1.229.663 actions ELIXENS représentant 55,91 % du capital de la Société et la famille Alves détentrice de 684 127 actions représentant 31,1% du capital de la Société, le concert détient 87,02% du capital de la Société.

Par ailleurs, le Conseil a pris note de l'intention de l'initiateur de mettre en œuvre une procédure de Retrait Obligatoire, à l'issue de l'Offre.

Le Conseil de surveillance a pris connaissance :

- du projet de note d'information de l'initiateur et en particulier des motifs de l'opération et des intentions de celui-ci ainsi que de la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par la Banque Palatine, banque présentatrice de l'Offre ;
- du rapport d'expert indépendant du cabinet Ledouble mandaté pour se prononcer sur le caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire qui interviendra à l'issue de l'Offre.

Le Conseil a pris bonne note des observations du comité de supervision, faisant état du bon déroulement de la mission de l'expert indépendant. Le comité de supervision s'est ainsi assuré que les informations communiquées à l'expert indépendant étaient satisfaisantes.

Le Conseil a ensuite relevé dans le rapport de l'expert indépendant que :

- le prix de l'Offre est de 20,12 euros par action ELIXENS;
- ce prix offre des primes significatives variant de 39% à 56% selon les diverses méthodes de valorisation retenues par l'expert indépendant, à savoir la référence au cours de bourse, la valorisation par les comparables boursiers, la valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF) par rapport à la méthode de l'actif net comptable, sur la base de laquelle le prix de l'Offre été arrêté ;
- l'expert conclut que ce prix est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres.

Le Conseil de surveillance a pris note que la société YRIEL a l'intention de poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par le Directoire de la Société, si bien que cette opération n'aura pas d'incidence sur la politique industrielle, commerciale et financière d'ELIXENS.

En outre, l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société. De ce fait, l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique d'ELIXENS en matière d'emploi. Les salariés continueront à bénéficier du même statut collectif et individuel.

La mise en œuvre de l'Offre n'est donc pas contraire à l'intérêt d'ELIXENS et de ses salariés.

Par ailleurs, le projet d'Offre de la société YRIEL est dans l'intérêt des actionnaires d'ELIXENS en ce qu'il représente pour ces derniers une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation que le marché est désormais incapable de leur procurer, compte tenu de la taille excessivement réduite du flottant, et ce dans des conditions financières satisfaisantes.

Le Conseil a également relevé que la composition du Directoire d'ELIXENS demeurera inchangée. Le Directoire continuera à exercer les fonctions qui lui ont été confiées par le Conseil de Surveillance, l'initiateur n'ayant pas l'intention de demander une modification de la composition des organes sociaux d'ELIXENS.

Le Conseil a enfin pris acte de ce qu'il lui avait été précisé qu'à l'issue de l'Offre, la société YRIEL procèdera à un retrait obligatoire moyennant une indemnité de 20,12 euros par action.

A la lumière des éléments qui précèdent, le Conseil de surveillance décide, d'approuver le projet d'Offre ainsi que le projet de note d'information y afférent, en ce que ce projet correspond à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions ELIXENS à l'Offre.

Il est précisé que cet avis motivé du conseil de surveillance a été rendu, le 17 janvier 2013, à l'unanimité des membres présents ou représentés.

Monsieur Emmanuel Alves et YRIEL ont indiqué, le 17 janvier 2013, leur intention de n'apporter aucune action à l'Offre.

Monsieur Bernard Pommier a annoncé son intention d'apporter ses actions à l'Offre.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'ELIXENS requises par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

9 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPONSE

"A notre connaissance, les données de la présente note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée."

ELIXENS

Représentée par Carole Abdelli, Présidente du Directoire