

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

VISANT LES ACTIONS DE

FALA

INITIEE PAR

LESAFFRE & COMPAGNIE



PRESENTEE PAR



SOCIETE GENERALE
Corporate & Investment Banking

PRIX DE L'OFFRE : 6.660 EUROS PAR ACTION

DUREE DE L'OFFRE : 10 JOURS DE NEGOCIATION

Projet de note d'information conjointe aux sociétés LESAFFRE & COMPAGNIE et FALA

Avis important

Sous réserve de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet de note d'information, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions de FALA qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'offre à LESAFFRE & COMPAGNIE, moyennant une indemnisation de 6.660 euros par action de FALA, nette de tous frais.



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information conjointe a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 12 novembre 2013, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16, 231-18 et 231-19 de son règlement général. Ce projet de note d'information a été établi conjointement par LESAFFRE & COMPAGNIE et FALA et engage la responsabilité de ses signataires.

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

Le présent projet de note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet de LESAFFRE & COMPAGNIE (www.lesaffre.com), de la société FALA (www.fala-info.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org), et peut être obtenu sans frais auprès de :

- LESAFFRE & COMPAGNIE, 137 rue Gabriel Peri, 59700 Marcq en Baroeul ;
- FALA, 21 avenue des Vosges, 67000 Strasbourg ;
- Société Générale, CORI/COR/FRA, 75886 Paris Cedex 18.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables des sociétés LESAFFRE & COMPAGNIE et FALA seront mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	3
1.1 Contexte de l'Offre	3
1.1.1 Historique de la participation de l'Initiateur dans la Société	3
1.1.2 Répartition actuelle du capital de la Société	4
1.2 Motifs de l'Offre et intentions de l'Initiateur	4
1.2.1 Motifs de l'Offre	4
1.2.2 Intention de l'Initiateur pour les douze mois à venir	5
1.3 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	6
2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	6
2.1 Termes de l'Offre et du Retrait Obligatoire	6
2.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre	6
2.3 Modalités de l'Offre et du Retrait Obligatoire	6
2.3.1 L'Offre	6
2.3.2 Le Retrait Obligatoire	8
2.4 Calendrier indicatif de l'Offre et du Retrait Obligatoire	8
2.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	9
2.6 Régime fiscal de l'Offre	9
2.7 Financement de l'Offre et du Retrait Obligatoire	14
3. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE (ARTICLE L. 225-100-3 DU CODE DE COMMERCE)	15
3.1 Structure et répartition du capital	15
3.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société	15
3.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance	15
3.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux	15
3.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	15
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	15
3.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société	15
3.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	16
3.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	16
3.10 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs de la Société et ses principaux salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique	16
3.11 Intentions des membres du conseil d'administration	16
4. ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	16

4.1	Méthodologie	17
4.1.1	Méthodes retenues	17
4.1.2	Méthodes d'évaluation présentées à titre indicatif.....	17
4.1.3	Méthodes d'évaluation écartées	17
4.1.4	Données financières servant de base à l'évaluation	18
4.2	Éléments détaillés d'appréciation du prix	18
4.2.1	Méthodes d'évaluation retenues	18
4.2.2	Méthodes d'évaluation présentées à titre indicatif.....	22
4.3	Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre.....	24
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	25
6.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	51
7.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR ET A LA SOCIETE.....	52
8.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION.....	52
8.1	Pour l'Initiateur « LESAFFRE & CIE »	53
8.2	Pour la société visée « FALA »	53
8.3	Pour la banque présentatrice de l'Offre.....	53

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), LESAFFRE & COMPAGNIE, société anonyme au capital de 734.500 euros dont le siège social est situé 41 rue Etienne Marcel, 75001 Paris, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Paris sous le numéro B 316 055 672 (« **LESAFFRE & CIE** » ou l'« **Initiateur** »), offre irrévocablement aux actionnaires de la société FALA, société anonyme au capital de 1.100.000 euros divisé en 20.000 actions d'une valeur nominale de 55 euros, dont le siège social est situé 21 avenue des Vosges, 67000 Strasbourg, et dont le numéro d'immatriculation est RCS Strasbourg B 778 847 152 (« **FALA** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité des actions FALA au prix unitaire de 6.660 euros dans le cadre du présent projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre** ») qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »).

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions FALA qui n'auraient pas été apportées à l'Offre seront transférées au profit de l'Initiateur moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre, soit 6.660 euros par action, nette de tous frais.

Les actions FALA sont admises aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000064222 (compartiment C – mnémonique FALA).

Le projet d'Offre porte sur l'ensemble des actions FALA en circulation non détenues par l'Initiateur à la date du dépôt du projet d'Offre, soit 540 actions FALA, représentant 2,70% du capital et 2,08% des droits de vote.

L'Offre est présentée par Société Générale qui garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

1.1 Contexte de l'Offre

1.1.1 Historique de la participation de l'Initiateur dans la Société

L'Initiateur, qui détient à ce jour 19.460 actions FALA, représentant 97,30% du capital et 97,92% des droits de vote FALA sur la base d'un nombre total de 20.000 actions et 34.701 droits de vote de la Société calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, souhaite désormais acquérir le solde du capital de la Société. La participation actuelle de l'Initiateur dans la Société résulte des opérations réalisées depuis son offre publique d'achat simplifiée visant les actions FALA intervenue en février 2011 et rappelées ci-après.

Acquisition d'actions FALA par l'Initiateur dans le cadre de son offre publique d'achat réalisée en février 2011

Le 17 janvier 2011, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF, en application des dispositions des articles 233-1 1° et suivants du règlement général de l'AMF, un projet d'offre publique d'achat simplifiée au terme duquel elle offrait irrévocablement aux actionnaires de la Société d'acquérir la totalité de leurs actions au prix unitaire de 5.390 euros.

Cette offre publique d'achat simplifiée a fait l'objet d'une note d'information de l'Initiateur et d'une note en réponse de la Société visée par l'AMF le 1^{er} février 2011 respectivement sous les numéros 11-031 et 11-032.

Au cours de cette offre qui s'est déroulée du 4 au 24 février 2011 inclus, l'Initiateur a acquis 4.062 actions FALA lui permettant ainsi de détenir 18.588 actions représentant 29.738 droits de vote de la Société, soit 92,94% du capital et 94,89% des droits de vote théoriques de la Société (inf. décision AMF n°211C0240 en date du 25 février 2011).

Acquisition d'actions FALA complémentaires permettant à l'Initiateur de détenir plus de 95 % du capital et des droits de vote de la Société

Depuis la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée précitée, l'Initiateur a procédé, entre le 28 février 2011 et le 14 mai 2012, à l'acquisition de 881 actions FALA au prix maximum unitaire de 5.390 euros, dans les conditions décrites ci-dessous :

- 873 actions FALA ont été acquises sur le marché au prix unitaire moyen pondéré de 5.331,42 euros, et ;
- 8 actions FALA ont été acquises de gré à gré au prix unitaire moyen pondéré de 5.356,25 euros.

Ces acquisitions ont porté la participation de l'Initiateur dans la Société à 19.460 actions et lui ont permis de franchir les seuils de 95% en capital et droits de vote de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré le 18 mars 2011 et le 16 mai 2012 avoir franchi à la hausse respectivement le seuil de 95% des droits de vote et 95% du capital. Ces déclarations ont fait l'objet de deux avis publiés par l'AMF sous les numéros respectifs 211C0341 et 212C0631.

Il est précisé qu'au cours des 12 mois précédant le dépôt de l'Offre, l'Initiateur n'a procédé à aucune opération lui ayant permis ou lui permettant d'acquérir des titres de la Société autre que celles décrites ci-dessus.

1.1.2 Répartition actuelle du capital de la Société

L'Initiateur détient, à la date de la présente note d'information conjointe 19.460 actions FALA représentant 33.980 droits de vote, soit 97,30% du capital social et 97,92% des droits de vote de la Société sur la base d'un capital composé de 20.000 actions et 34.701 droits de vote de la Société calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Actionnaires	En capital		En droits de votes ⁽¹⁾	
	Nombre	%	Nombre ⁽²⁾	%
Initiateur	19.460	97,30%	33.980	97,92%
Public	540	2,70%	721	2,08%
Total	20.000	100%	34 701	100%

⁽¹⁾ Droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

1.2 Motifs de l'Offre et intentions de l'Initiateur

1.2.1 Motifs de l'Offre

Souhaitant acquérir le solde du capital de la Société, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF la présente Offre qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire, les actionnaires minoritaires détenant à ce jour ensemble moins de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra de réduire les coûts associés aux contraintes administratives et réglementaires liées à l'admission des titres sur un marché réglementé.

Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté Société Générale qui a procédé à une évaluation des actions de la Société dont une synthèse est reproduite à la section 4 ci-après. Au vu de cette évaluation, l'Initiateur a décidé de fixer le prix de l'Offre ainsi que le montant de l'indemnisation du Retrait Obligatoire à 6.660 euros par action FALA.

Par ailleurs, en application de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société a procédé le 30 août 2013 à la désignation du cabinet Advisorem, représenté par Monsieur Eric le Fichoux, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le prix des actions de la Société faisant l'objet de l'Offre et du Retrait Obligatoire. Le rapport de l'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire, est intégralement reproduit à la section 5 du présent projet de note d'information.

1.2.2 Intention de l'Initiateur pour les douze mois à venir

Stratégie et poursuite des activités de la Société

Il est rappelé que l'Initiateur détient à ce jour plus de 97% du capital et des droits de vote de la Société (voir section 1.1 ci-dessus). La mise en œuvre de l'Offre s'inscrit dans une logique de simplification et de rationalisation du groupe auquel appartient la Société (le « **Groupe** »).

Par ailleurs, l'Initiateur indique qu'il n'entend modifier ni la stratégie, ni la poursuite des activités du Groupe.

Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre

L'Initiateur envisage de modifier la composition des organes sociaux et de direction de la Société en vue de réduire le nombre d'administrateurs.

Orientation en matière d'emploi

La Société, qui exerce une activité de gestion de participations, n'a aucun salarié.

En terme de politique sociale du Groupe, cette opération n'entraîne aucun changement de contrôle. Elle s'inscrit dans une logique de poursuite du développement de l'activité et n'aura donc pas d'impact significatif sur sa politique en matière d'emploi, les salariés du Groupe continuant à bénéficier du même statut collectif et individuel. Cette opération s'inscrit dans un processus de continuité de la stratégie du Groupe et de sa politique en matière de relations sociales et de gestion des ressources humaines au sein du Groupe.

Structure du Groupe

L'Initiateur envisage de simplifier son organigramme notamment par voie de fusion ou de dissolution sans liquidation de la Société.

L'Offre n'entraînera ni modification du périmètre des actifs de la Société ni de changement en terme de structure ou de volume des effectifs du Groupe.

Politique de distribution de dividendes

L'Initiateur se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins en financement.

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

A la date du présent document, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

2.1 Termes de l'Offre et du Retrait Obligatoire

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, Société Générale, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 12 novembre 2013, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions de la Société non encore détenues à ce jour par l'Initiateur.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 6.660 euros par action, toutes les actions FALA qui seront présentées à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

Les actions FALA qui n'auront pas été présentées à l'Offre, seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire le jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre, moyennant une indemnisation de 6.660 euros par action de la Société, nette de tous frais.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Société Générale garantit, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

2.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Il est rappelé qu'à la date du présent projet de note d'information, l'Initiateur détient 19.460 actions FALA représentant 97,30% du capital social et 97,92% des droits de vote, sur la base d'un nombre total de 20.000 actions et 34.701 droits de vote de la Société calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions FALA existantes non détenues par l'Initiateur, soit un nombre maximal de 540 actions de la Société, représentant 2,70% du capital et 2,08% des droits de vote de la Société.

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

2.3 Modalités de l'Offre et du Retrait Obligatoire

2.3.1 L'Offre

Le présent projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 12 novembre 2013. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information conjointe tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) de l'Initiateur (www.lesaffre.com), de la Société (www.fala-info.fr), et peut être obtenu sans frais au siège de l'Initiateur et de la Société et auprès de Société Générale. En outre, un communiqué relatif aux termes de l'Offre a été diffusé le 12 novembre 2013.

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

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative au présent projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la présente note d'information conjointe.

La note d'information conjointe ainsi visée par l'AMF ainsi que les documents contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF, de l'Initiateur et de la Société et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement au siège de l'Initiateur et de la Société ainsi qu'auprès de Société Générale. Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié conjointement par l'Initiateur et de la Société.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre sera publié par l'AMF. Un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment sa date de prise d'effet, sera publié par NYSE Euronext Paris.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation.

Société Générale, agissant pour le compte de l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir en bourse, par l'intermédiaire du membre du marché acheteur SG Securities (Paris) SAS, au prix de 6.660 euros par action, toutes les actions FALA qui seront présentées sur le marché pendant la durée de l'Offre.

Les actions FALA présentées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété.

Les actions FALA détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, les titulaires d'actions FALA détenues sous la forme nominative souhaitant les apporter à l'Offre devront demander la conversion de celles-ci sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité dans les plus brefs délais.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre, dans les conditions exposées dans la présente note d'information, devront remettre au prestataire de services d'investissement habilité dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

L'Offre étant réalisée par achats sur le marché, le règlement livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA y afférente) resteront en totalité à la charge de l'actionnaire apportant ses titres à l'Offre étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire est, pour sa part, nette de tous frais. Le membre du marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est SG Securities (Paris) SAS.

2.3.2 Le Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, les actions FALA qui n'auront pas été présentées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation d'un montant identique au prix de l'Offre, soit 6.660 euros pour chaque action FALA, nette de tous frais. Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, le jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Société Générale, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés par Euroclear France, Société Générale, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions FALA de l'indemnité leur revenant, nette de tout frais.

Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions FALA dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par Société Générale pendant 10 ans à compter du jour de négociation suivant la clôture de l'Offre et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds pourront être réclamés à tout moment par leurs ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au profit de l'Etat.

Les actions FALA seront radiées du compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre, date à laquelle le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre.

2.4 Calendrier indicatif de l'Offre et du Retrait Obligatoire

12 novembre 2013	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF et mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note d'information conjointe
[26 novembre] 2013	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe
[27 novembre] 2013	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) (i) de la note d'information conjointe visée par l'AMF, et (ii) des documents "Autres Informations" relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de l'Initiateur et de la Société
[28 novembre] 2013	Publication d'un avis financier précisant les modalités de mise à disposition des documents susvisés
[29 novembre] 2013	Ouverture de l'Offre
[12 décembre] 2013	Clôture de l'Offre
[13 décembre] 2013	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions FALA de NYSE Euronext

2.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en **France**.

Le présent projet de note d'information n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France. L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa hors de France. Les titulaires d'actions FALA en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet.

La publication et la diffusion du présent projet de note d'information conjointe, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions FALA peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. Les personnes en possession du présent projet de note d'information conjointe sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. L'Initiateur décline toute responsabilité quant à une éventuelle violation de ces restrictions par qui que ce soit.

Le présent projet de note d'information conjointe et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale.

Notamment, concernant les **Etats-Unis**, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à des personnes ayant leur résidence aux Etats-Unis ou à des « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), et aucune acceptation de cette Offre ne peut provenir des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie du présent projet de note d'information conjointe, et aucun autre document relatif au présent projet de note d'information ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle. Tout actionnaire de la Société qui apportera ses actions à l'Offre sera considéré comme déclarant (i) qu'il n'est pas une personne ayant sa résidence aux Etats-Unis ou une « *US person* », (ii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou transmis son ordre d'apport de titres et (iii) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

2.6 Régime fiscal de l'Offre

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales applicables aux actionnaires de la Société apportant leurs actions à l'Offre et ne sont données qu'à titre d'information générale. Elles sont fondées sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur et sont donc susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires (assorties le cas échéant d'un effet rétroactif), ou par un changement de leur interprétation par l'administration fiscale française. Certains des régimes décrits ci-après pourraient être modifiés rétroactivement à compter du 1^{er} janvier 2013 compte tenu du projet de loi de finances et du projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2014 actuellement en cours de discussion.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal applicable et que leur situation particulière doit être étudiée avec leur conseil fiscal habituel. Elles ne constituent pas une description exhaustive de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à ces actionnaires.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence en tenant compte le cas échéant de l'application d'une convention fiscale visant à éviter les doubles impositions conclue entre la France et cet Etat. D'une manière générale, les actionnaires non-résidents de France devront s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier, tant en France que dans leur pays de résidence auprès de leur conseil fiscal habituel.

2.6.1 Actionnaires personnes physiques ayant leur résidence en France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques ne réalisant pas d'opération de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations. Les personnes physiques qui réaliseraient de telles opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseil fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

a) Régime de droit commun

(i) Impôt sur le revenu des personnes physiques

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du Code Général des Impôts (le « CGI »), les plus-values de cession d'actions réalisées par les personnes physiques sont prises en compte pour la détermination du revenu net global et soumises au barème progressif de l'impôt sur le revenu et aux contributions sociales. Le barème progressif de l'impôt sur le revenu est composé de tranches d'impositions allant de 0 à 45 % qui s'appliquent au revenu imposable, en fonction de la situation personnelle et familiale du contribuable¹.

Les plus-values sont déterminées par différence entre le prix offert dans l'Offre net des frais et taxes acquittés par le cédant et le prix de revient fiscal des actions. Il est toutefois précisé que les plus-values de cession d'actions sont réduites d'un abattement pour durée de détention, décompté (en principe et, sous réserve de certaines situations particulières), à partir de leur date de souscription ou de leur acquisition, égal à² :

¹ En application du 2 bis de l'article 200 A du CGI, les plus-values constatées à l'occasion de la cession de titres ou de droits d'une société exerçant une activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou libérale peuvent, par exception au régime décrit ci-dessus, être imposées, sur option du contribuable, au taux forfaitaire de 19 % (auquel s'ajoutent les prélèvements sociaux à un taux global de 15,5 %, soit un taux global d'imposition s'élevant à 34,5 %) sous réserve du respect d'un certain nombre de conditions tenant notamment à l'exercice par le cédant, dans certaines conditions, d'une fonction de direction ou d'une activité salariée au sein de la société dont les titres ou droits sont cédés et à la détention de ces titres ou droits par le cédant, directement ou par personne interposée ou avec son groupe familial, de manière continue au cours des cinq années précédant la cession et qui doivent (i) avoir représenté de manière continue pendant au moins deux ans au cours des dix années précédant la cession au moins 10 % des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de la société et (ii) représenter à la date de la cession au moins 2 % des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de la société. Les contribuables susceptibles d'être concernés par ce régime sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel afin de déterminer si, au regard de leur situation particulière, ils peuvent bénéficier du régime optionnel d'imposition susvisé. Ces dispositions pourraient être amendées par le projet de loi de finances pour 2014 (article 11).

² Ces dispositions sont susceptibles d'être amendées par le projet de loi de finances pour 2014 (article 11).

- a) 20 % de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de quatre ans, à la date de la cession ;
- b) 30 % de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins quatre ans et moins de six ans, à la date de la cession ; et
- c) 40 % de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins six ans, à la date de la cession.

Pour l'application de cet abattement, la durée de détention est, sauf cas particuliers énoncés à l'article 150-0 D 1 du CGI, décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11° du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession d'actions dans le cadre de l'Offre ne sont imputables que sur les gains de même nature réalisés au cours de l'année de la cession ou des dix années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est possible).

Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value dans le cadre de l'opération sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal.

L'apport des actions à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures au regard des mêmes actions.

(ii) Prélèvements sociaux

Les plus-values de cession de Titres sont, en outre, assujetties aux contributions sociales sans application de l'abattement énoncé ci-avant.

Le taux des contributions sociales se décompose comme suit :

- 8,2 % au titre de la contribution sociale généralisée (« **CSG** »),
- 0,5 % au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** »),
- 4,8 % au titre du prélèvement social (4,5 %) et de sa contribution additionnelle (0,3 %), et
- 2 % au titre du prélèvement de solidarité :

Soit un taux global de prélèvements sociaux de 15,5 %, la CSG étant déductible, à hauteur de 5,1 % du revenu global imposable l'année de son paiement.

(iii) Autres contributions

L'article 223 *sexies* du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable, en ce inclus les plus-values réalisées par le contribuable concerné, excède certaines limites.

Cette contribution s'élève à :

- 3 % pour la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250.000 et 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction comprise entre 500.000 et 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;

- 4 % pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

b) Régime spécifique applicable aux plans d'épargne en actions (« PEA »)

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

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération totale ou partielle d'impôt sur le revenu à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan ; ce gain reste néanmoins soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles, étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux varie (à ce jour, entre 0 % et 15,5 %) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté³.

Les moins-values constatées dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre ; toutefois, en cas (i) de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année, ou (ii) sous certaines conditions, de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année, les moins-values constatées le cas échéant à cette occasion sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

2.6.2 Actionnaires personnes morales dont le siège social est en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés

a) Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession d'actions sont en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (actuellement 33,1/3 %) majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % (article 235 ter ZC du CGI), qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois.

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-I b et 235 ter ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15 % dans la limite de 38.120 euros et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3 %.

³ Ces dispositions sont susceptibles d'être amendées par le projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2014 (article 8).

Les redevables de l'impôt sur les sociétés réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250.000.000 euros (ou un redevable société mère d'une intégration fiscale, dont la somme des chiffres d'affaires réalisés par les sociétés membres de ladite intégration fiscale est supérieure à 250.000.000 euros) sont assujettis à une contribution exceptionnelle égale à 5 % de l'impôt sur les sociétés dû (déterminé après imputation des déficits, moins-values reportables et application des abattements prévus par des régimes particuliers mais avant imputation des réductions, crédits d'impôts et des créances fiscales de toute nature) au titre des exercices clos à compter du 31 décembre 2011 et jusqu'au 30 décembre 2015 (article 235 ter ZAA du CGI)⁴.

Les moins-values réalisées lors de la cession d'actions de la Société dans le cadre de l'Offre viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de la personne morale. Il est en outre précisé que l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures.

b) Régime spécial des plus-values à long terme

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions pouvant entrer dans la catégorie fiscale et comptable des titres de participation et détenus depuis au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés moyennant la réintégration, dans les résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, d'une quote-part de frais et charges égale à 12 % du montant brut des plus-values réalisées.

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

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

2.6.3 Actionnaires dont la résidence fiscale est située hors de France

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de cessions d'actions par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) pour les entreprises que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France, et (ii) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

En outre, sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les titulaires d'actions de la Société non-résidents fiscaux français peuvent être imposés en France sur la plus-value de cession desdites actions si les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les

⁴ Ces dispositions sont susceptibles d'être amendées par le projet de loi de finances pour 2014 (amendement du gouvernement, n°109)

bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés n'ont, à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession, dépassé ensemble 25 % de ces bénéfices.

Les actionnaires non-résidents de France devront d'une manière générale s'informer auprès de leur conseil fiscal habituel de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

2.6.4 Autres actionnaires

Les actionnaires de la Société soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, devront s'informer auprès de leur conseil fiscal habituel du régime fiscal s'appliquant à leur cas particulier.

2.6.5 Droits d'enregistrement

Conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société cotée qui a son siège social en France, à moins que la cession ne soit constatée par un acte signé en France ou à l'étranger. Dans ce dernier cas, la cession des actions de la Société est assujettie à un droit de mutation au taux proportionnel de 0,1 % assis sur le plus élevé du prix de cession ou de la valeur réelle des titres.

Les droits d'enregistrement qui seraient dus dans l'hypothèse où la cession serait constatée par un acte seront à la charge de l'Initiateur (sauf stipulation contractuelle contraire). Cependant, en vertu des articles 1705 et suivants du CGI, toutes les parties à l'acte seront solidairement tenues du paiement des droits vis-à-vis de l'administration fiscale.

2.6.6 Régime fiscal du Retrait Obligatoire

Le traitement fiscal des personnes n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre sera identique au régime fiscal de l'Offre décrit à la présente section 2.6, sans préjudice des modifications susceptibles d'y être apportées au titre des revenus perçus en 2013, et, le cas échéant, en 2014.

2.7 Financement de l'Offre et du Retrait Obligatoire

L'acquisition de la totalité des actions de la Société susceptibles d'être apportées à l'Offre ou transmise dans le cadre du Retrait Obligatoire représenterait, sur la base d'un prix d'Offre de 6.660 euros par action, un montant maximal de 3.596.400 euros hors frais divers et commissions. Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire par l'Initiateur, y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ 300.000 euros (hors taxes).

Le coût maximum de l'Offre et du Retrait Obligatoire sera financé en intégralité par recours aux ressources propres dont dispose l'Initiateur.

3. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE (ARTICLE L. 225-100-3 DU CODE DE COMMERCE)

3.1 Structure et répartition du capital

Le capital social de la Société s'élève à 1.100.000 euros et est divisé en 20.000 actions de 55 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie. Il est réparti comme indiqué au paragraphe 1.1.2 ci-dessus.

3.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions. Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

3.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le capital de la Société est réparti comme indiqué au paragraphe 1.1.2 ci-dessus. Le dernier franchissement de seuil effectué conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce est celui effectué par l'Initiateur, le 21 mai 2012, aux termes d'un courrier dans lequel il a déclaré avoir franchi en hausse, le 14 mai 2012, le seuil de 95% du capital de la Société (cette déclaration a été publiée par l'AMF le 21 mai 2012 sous le numéro 212C0631).

3.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Aucun titre émis par la Société ne comporte de 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

La Société n'a pas mis en place de plan d'épargne d'entreprise.

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 conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

A l'exception de la limite d'âge imposées prévues par les statuts aux membres du conseil d'administration de la Société et de l'obligation pour eux de posséder une action, aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de nomination et de remplacement des membres ou en matière de modification des statuts.

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

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration ne dispose d'aucune délégation accordée par l'assemblée générale des actionnaires.

3.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

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

3.10 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs de la Société et ses principaux salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du conseil d'administration ou les salariés en cas de démission, de licenciement sans cause réelle ou sérieuse ou si leur emploi prend fin en cas d'offre publique.

3.11 Intentions des membres du conseil d'administration

Conformément aux dispositions statutaires, chacun des membres du conseil d'administration de la Société détient une action FALA. Ces actions ne seront pas apportées à l'Offre afin de respecter ces dispositions statutaires.

4. ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Le prix proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre est de 6 660 euros par action FALA, payable en numéraire.

Les éléments d'appréciation de l'Offre figurant ci-après, constituent la synthèse du rapport d'évaluation réalisé par Société Générale, établissement présentateur de l'Offre pour le compte de la société Lesaffre et Compagnie et en plein accord avec cette dernière, notamment en ce qui concerne les différentes méthodes de valorisation et les hypothèses retenues.

Dans le cadre de ses travaux, Société Générale a réalisé une évaluation de la Société sur la base d'une approche multicritères comprenant les méthodes d'évaluation usuelles tout en tenant compte des spécificités de FALA, de sa taille et de son secteur d'activité.

L'évaluation de FALA a été réalisée sur la base des informations transmises par l'Initiateur (notamment comptes annuels audités, comptes semestriels, résultats prévisionnels, compléments d'informations spécifiques). Ces informations ont été considérées comme réalistes et n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part de Société Générale, notamment quant à leur exactitude et leur exhaustivité.

4.1 Méthodologie

4.1.1 Méthodes retenues

Dans le cadre de l'approche par analyse multicritères, les méthodologies suivantes ont été retenues à titre principal :

- L'actif net réévalué (« ANR ») visant à évaluer les participations de FALA par la méthode d'actualisation des flux futurs ;
- L'actualisation des dividendes futurs ;
- L'approche par le cours de bourse.

4.1.2 Méthodes d'évaluation présentées à titre indicatif

Les méthodes suivantes ont été présentées à titre indicatif, mais n'ont pas été retenues pour apprécier le prix de l'Offre :

- L'actif net comptable (« ANC ») ;
- L'actif net réévalué (« ANR ») visant à évaluer les participations de FALA par la méthode de référence aux multiples des sociétés cotées comparables.

4.1.3 Méthodes d'évaluation écartées

Les méthodes suivantes, jugées non pertinentes pour apprécier le prix offert, n'ont pas été retenues :

- Objectif de cours des analystes de recherche
FALA n'étant suivie par aucun analyste de recherche, cette méthodologie d'objectif de cours a été *de facto* exclue.
- Transactions récentes sur le capital de FALA
Lors des 12 derniers mois, aucune transaction hors marché n'a eu lieu sur le capital de FALA. Cette méthode a par conséquent été écartée.
- Méthode des transactions comparables
Cette méthode analogique consiste à appliquer aux agrégats historiques de l'entreprise les multiples observés lors de transactions récentes portant sur des sociétés comparables (en termes d'activité, de taille, de localisation géographique, de rentabilité, etc.).
Un échantillon de transactions intervenues dans le secteur d'activité de FALA (la levure) entre 2005 et 2013 a été sélectionné et étudié. Cependant, cette méthode n'a pu être retenue en raison de l'absence d'informations financières disponibles permettant de connaître les multiples induits de valorisation.

4.1.4 Données financières servant de base à l'évaluation

L'analyse a été réalisée en prenant en compte les éléments suivants :

- Un nombre total d'actions de 20 000 ;
- Une trésorerie nette positive de la société FALA de 23,1M€, au 31 décembre 2012, dernier exercice clos et audité. La situation financière de chaque pôle de FALA a par ailleurs été prise en compte dans le cadre de la valorisation par la méthode de l'ANR ;
- Des données financières non consolidées relatives aux exercices 2009-2012 de toutes les participations de FALA ;
- Un budget 2013 et des données prévisionnelles non consolidées de toutes les participations de FALA, élaborées par le management de la société FALA sur la période 2014-2016.

L'établissement présentateur n'a pas apporté de modifications aux plans d'affaires.

En l'absence de données historiques et prévisionnelles consolidées des différents pôles à évaluer, les données de chacune des entités composant chaque pôle ont été combinées, après élimination des flux intragroupe le cas échéant, par l'établissement présentateur.

4.2 Éléments détaillés d'appréciation du prix

4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues

a) Méthode de l'actif net réévalué (ANR) par la méthode d'actualisation des flux futurs

Préambule

Compte tenu de la nature des activités de FALA et de l'absence de comptes consolidés, l'approche qui a été privilégiée est celle de l'ANR, qui consiste à réévaluer, au bilan de FALA, les différents postes d'actifs et de passifs donnant lieu à réévaluation, et à ajouter ou déduire, de l'actif net comptable de l'entreprise, les plus ou moins value potentielles ainsi constatées.

L'ANR a été déterminé à partir des comptes audités au 31/12/2012 de FALA et de l'état du portefeuille de participations au 31/12/2012. Seul le portefeuille de participations a fait l'objet d'une réévaluation, sa valeur étant répartie sur quatre pôles :

- i. Le pôle Société Industrielle de Levure Fala (SILF), détenu à 49,96%, qui regroupe les activités de production et commercialisation de levure à destination de la France et de l'Europe de l'Ouest ;
- ii. Le pôle COFISAF, détenu à 7,69% directement et à 7,32% indirectement a été appréhendé comme une holding intermédiaire comprenant deux entités distinctes : Özmaya, basée en Turquie et LMM BV, holding néerlandaise qui regroupe les activités de levure à destination de l'Europe centrale ;
- iii. Le pôle Bio Springer, détenu à 14,00%, qui regroupe les activités de production et commercialisation de produits spécifiques à base d'extraits de levure. Lesaffre Italie et CLL étant détenues à moins de 50% par Bio Springer SA, ont été valorisées seules. Les valorisations obtenues pour chaque société ont été intégrées à hauteur du pourcentage de leur détention dans la valorisation du Pôle Bio Springer ;

- iv. Le pôle Lesaffre Ibérica, détenu à 19,53%, qui regroupe les activités de production et de commercialisation de levure à destination de l'Espagne et de l'Argentine.

Les quatre pôles identifiés ont été valorisés individuellement comme des entités indépendantes afin d'appréhender les spécificités de leurs activités et leurs perspectives de croissance et de rentabilité. L'ANR a été établi en appliquant les méthodes de l'actualisation des flux futurs pour chaque pôle.

Éléments détaillés

La méthode *d'actualisation des flux futurs* consiste à déterminer la valeur de l'actif économique de la société par actualisation des flux de trésorerie disponibles prévisionnels générés par cet actif. La valeur attribuable aux actionnaires est obtenue en déduisant le montant de l'endettement financier net ajusté de la société et la part attribuable aux minoritaires de la valeur de l'actif économique.

Les plans d'affaires ont fait l'objet d'une extrapolation sur trois années de la part de la Société Générale sur la période 2017 - 2019, afin de converger vers une année normative pour le calcul de la valeur terminale. Cette extrapolation a été faite à partir des indications fournies par la direction de Lesaffre et sous son contrôle.

- **Croissance du chiffre d'affaires:** Sur la période 2013-2016, les taux de croissance annuels moyens du chiffre d'affaires des différents pôles se situent entre 1,5% et 9,2%. A partir de 2017, le taux de croissance du chiffre d'affaires tend à se rapprocher du taux de croissance à l'infini, soit 1%, en cohérence avec les taux de croissance du marché européen sur le long terme avec des marchés matures et plutôt sur-capacitaires, et 2% pour les filiales actives dans les pays émergents : Özmaya (Turquie) et Bio Springer (Chine et Brésil) qui connaissent de meilleures dynamiques.
- **La Marge d'EBITDA normative**, validée par le management, a été établie de la manière suivante:
 - Stabilité des marges à partir de 2016, pour les pôles SILF et LMM ;
 - Légère augmentation des marges des pôles Özmaya et Bio Springer, reflétant le potentiel des marchés turc et chinois ;
 - Légère dégradation des marges du pôle Iberica et l'entité Lesaffre Italie, reflétant la forte pression concurrentielle de ces marchés.
- **Investissements:** les investissements de la période 2013 – 2016 comprennent notamment des investissements liés à l'environnement et à l'optimisation des approvisionnements en énergie. A partir de 2017, les investissements effectués correspondent à des investissements de maintenance et de renouvellement d'équipement. Le montant des investissements, en année normative, tend pour l'ensemble des filiales vers le niveau estimé nécessaire par le groupe sur le moyen long terme pour maintenir et renouveler un outil industriel compétitif.
- **Niveau de BFR:** le besoin en fonds de roulement a été déterminé avec l'Initiateur pour chaque société. Le niveau de BFR retenu en fin de plan intègre une dégradation liée en particulier aux approvisionnements en matières premières, en particulier la mélasse, dont le prix est structurellement à la hausse et dont la disponibilité peut ponctuellement être sous contrainte de facteurs exogènes.

L'actualisation des flux de trésorerie prend effet à partir de 1^{er} novembre 2013. Les flux de trésorerie sont supposés linéaires sur l'ensemble de la période d'actualisation et sont actualisés en fin d'année.

Les taux d'actualisation retenus pour chacun des quatre pôles sont obtenus en majorant de manière différenciée – afin de refléter le risque pays – le taux d'actualisation de référence appliqué aux activités des filiales situées dans des marchés matures et celles situées dans des marchés émergents.

Le **coût des fonds propres** de référence est à 11%, établi à partir des paramètres indiqués ci-après :

- **Un taux sans risque** correspondant au taux des bons du trésor allemands à maturité 10 ans, soit 1,84%⁵ ;
- **Un bêta** de 1 compte tenu d'un bêta sectoriel S&P Food and Beverage (hebdomadaire, 2 ans) de 0,784⁶, corrigé à la hausse afin de tenir compte :
 - de la taille réduite de FALA SA ;
 - de la sensibilité de l'activité au coût de la mélasse et des pressions sur l'approvisionnement pouvant être exercées, en particulier par le secteur des biocarburants, facteurs qui accroissent la volatilité des prix de la mélasse, voire de sa disponibilité.
- **Une prime de risque** prospective des marchés actions européens de 8,09%⁷.

Pour l'**actualisation des flux de trésorerie des pays hors zone Euro**, ont été pris en compte

- Un « spread souverain », déterminé à partir de l'écart de rendement constaté sur les obligations d'Etat de ces pays émises en Euros par comparaison au taux sans risque européen de 1,84% et de même maturité. Cet écart peut être appréhendé comme la rémunération du risque pays ;
- Ce nouveau taux sans risque (taux sans risque Europe de 1,84% + spread souverain) est ensuite corrigé de la prime de risque Europe pour obtenir le coût des fonds propres ;
- Les coûts des fonds propres ainsi obtenus sont pondérés par la contribution des entités de chaque pôle au chiffre d'affaires 2013 pour déterminer un coût des fonds propres consolidé moyen par pôle.

Le coût de la dette est établi en fonction des hypothèses suivantes :

- **Une structure financière cible** (levier) de 20%, en ligne avec les objectifs du management, au niveau groupe ;
- Un **coût de la dette** de 5,44% avant impôt, en ligne avec les conditions moyennes de financement du Groupe sur le moyen/long terme ;
- Un **taux d'impôt** théorique sur les sociétés correspondant au taux moyen d'impôt pondéré par la contribution des entités de chaque pôle au chiffre d'affaires 2013.

La valeur terminale a été calculée par rapport au flux de trésorerie normatif pour chaque société.

Le taux de croissance à l'infini a été fixé à 1,0% pour les pays matures (Europe de l'Ouest) et à 2,0% pour les pays émergents (Özmaya et Bio Springer).

⁵ Source: Bloomberg, Octobre 2013

⁶ Source: Bloomberg, Octobre 2013

⁷ Source: Bloomberg, Octobre 2013

Sur ces bases, en retenant une variation du taux d'actualisation de +/-0.5% et du taux de croissance à l'infini de +/- 0.5%, au travers des 4 pôles, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles fait ressortir une valeur comprise entre **5 519 euros et 6 659 euros** par action FALA.

b) Méthode de l'actualisation des dividendes futurs

La méthode d'actualisation des dividendes consiste à évaluer une action à partir des flux de dividendes futurs qu'elle génère. Ainsi la valeur d'une action est déterminée par actualisation des dividendes futurs au coût des capitaux propres. La principale limite de cette méthode se situe au niveau d'une forte dépendance de la valorisation obtenue à la politique de distribution de l'entreprise décidée par l'actionnaire majoritaire.

La société FALA dispose d'un historique de distribution régulier sur les 10 derniers exercices (hors 2012). Le dividende constitue donc un agrégat représentatif des flux financiers générés par l'activité de la société.

Afin de mettre en œuvre cette méthode, en partant des résultats nets fournis de 2009 à 2013, le résultat net de 2014 à 2019 a été reconstitué au niveau de chaque pôle en prenant en compte les hypothèses suivantes :

- Taux de distribution des dividendes au niveau de toutes les filiales estimé à 95% (hors Lesaffre Austria à 0%) ;
- Stabilité du résultat financier ;
- Prise en compte d'une retenue à la source de 15% sur les dividendes versés par Özmaya à Cofisaf ;
- Intégration de 26,31% de Lesaffre Italie et 1,26% du résultat net de CLL dans le résultat net combiné de Bio Springer.

Par ailleurs, un taux de distribution de 95% au niveau de FALA a été appliqué, les dividendes sont actualisés au coût des fonds propres de FALA et le calcul de la valeur terminale est fondé sur la méthode de Gordon et Shapiro (qui correspond à la valeur actualisée à l'infini du dividende normatif). Le taux de croissance à l'infini retenu est de 1%.

Une analyse de sensibilité a été réalisée avec +/- 50 points de base sur la croissance perpétuelle retenue et +/- 50 points de base sur le coût moyen pondéré du capital. La fourchette de valorisation extériorisée par cette approche est comprise entre **3 902 euros et 4 633 euros** par action.

c) Cours de bourse

Cette approche, sans découler d'une méthode de valorisation, constitue néanmoins une référence de valeur en particulier pour les actionnaires minoritaires.

La liquidité de l'action FALA est faible et les volumes quotidiens d'actions échangées sont modestes. En effet, son capital est détenu majoritairement et depuis de nombreuses années par le groupe Lesaffre et la communication financière de la société est réduite.

	Cours (euros)	Primes extériorisées
Cours spot @ 04/11/2011	4 965	34,1%
Cours moyen 1 mois	4 969	34,0%
Cours moyen 3 mois	5 013	32,9%
Cours moyen 6 mois	5 137	29,6%
Cours moyen 12 mois	5 135	29,7%

Source : Datastream

La date de référence des cours de bourse est arrêtée au 4 novembre 2013, dernier cours de clôture avant suspension de la cotation des actions.

4.2.2 Méthodes d'évaluation présentées à titre indicatif

a) *ANR par comparaison boursière avec des sociétés cotées*

La méthode d'évaluation par les comparables boursiers consiste à appliquer aux agrégats financiers de chaque pôle les multiples constatés sur un échantillon de sociétés cotées comparables.

La société FALA est une holding qui détient des participations minoritaires dans différentes sociétés dont l'objet est la production et la commercialisation de levure et extraits de levure.

La constitution d'un échantillon de sociétés comparables s'est avérée délicate compte tenu du fait qu'il n'existe pas de société cotée dont l'activité peut directement se comparer aux participations détenues par FALA. Le marché mondial de la levure est concentré entre 4 acteurs : groupe Lesaffre, ABF (Royaume Uni), Lallemand (Canada) et Angel Yeast (Chine). Parmi ces groupes, seuls ABF et Angel Yeast sont cotés en Bourse. Toutefois, ces deux groupes ont été exclus de l'échantillon de comparables pour les raisons suivantes :

- ABF

- ABF est un groupe alimentaire britannique très diversifié (sucre, alimentation de grande consommation, engrais et biocarburants...) L'activité « levure » ne représente qu'une faible partie du chiffre d'affaires de la société, seul 9% du chiffre d'affaires est réalisé dans les ingrédients (enzymes, émulsifiants et levure via sa filiale Ohly). La société a enregistré un chiffre d'affaires de 15,2 Mds€ en 2012.

- Angel Yeast

- Angel Yeast est un groupe leader du marché de la levure en Chine (330,4M€ de CA en 2012), détenu à plus de 50% par l'état chinois. Ses activités sont fortement concentrées sur le marché domestique (2/3 du CA). L'entreprise n'est cotée qu'à la bourse de Shanghai – elle ne publie pas de rapports annuels exploitables et ne dispose pas d'un suivi fiable d'analystes permettant d'estimer ses performances futures.

En l'absence de sociétés cotées réellement comparables, nous avons retenu la société **Eurogerm**, seule société dont les activités sont comparables, en termes de débouchés, à celles de FALA, mais dont la taille est bien moindre et qui présente une diversification géographique restreinte. **Eurogerm** est une société française spécialisée dans la conception, la production et la commercialisation de correcteurs de meunerie, d'améliorants de panification, d'ingrédients techniques et avant-produits de pâtisserie/traiteur. En 2012, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 56,6M€.

Les groupes spécialisés dans les « arômes, colorants et fragrances » tels que Tate & Lyle, Ingredion, Sensient Techs et Robertet ne peuvent être retenus pour des raisons de comparabilité limitée :

- Leurs activités sont fortement diversifiées avec des applications dans différents secteurs (agroalimentaire, pharmaceutique et cosmétique...) ;
- La plupart de ces acteurs sont de taille très significative et largement supérieure à FALA ;
- Leurs niveaux de marge, de dépenses en R&D et leurs perspectives de croissance ne sont pas comparables.

Par conséquent, seuls les multiples d'Eurogerm ont été utilisés. L'information financière relative à Eurogerm, servant de base au calcul des multiples provient des derniers rapports annuels et semestriels disponibles pour les éléments financiers historiques et des projections des analystes de recherche pour les agrégats de compte de résultat prévisionnels.

Le tableau suivant présente les multiples de CA, d'EBITDA et d'EBIT d'Eurogerm :

Echantillon		Capi. Bours. M EUR	Valeur d'Ent. M EUR									
				CA			EBE			REX		
				13E	14E	15E	13E	14E	15E	13E	14E	15E
Eurogerm	✓	62	58	0,92x	0,87x	0,83x	7,9x	7,4x	7,0x	10,1x	9,5x	8,9x

Source : Rapports Annuels et intermédiaires, Datastream, Consensus IBES

Capitalisation boursière déterminée à partir des cours moyens pondérés 3 mois au 4 /11/2013

Le minimum et le maximum de la fourchette de valorisation présentée ci-dessous ont été déterminés par la moyenne des Valeur d'Entreprise obtenues en appliquant les multiples d'EBIT et d'EBITDA d'Eurogerm aux agrégats de chaque pôle chaque année. Les multiples d'EBIT et d'EBITDA sont en effet plus communément utilisés pour valoriser les sociétés industrielles.

Après application des taux de détention de FALA dans chacun des quatre pôles précédemment présentés, la méthode de valorisation fait ressortir un prix compris entre **6 234 euros et 6 698 euros** par action.

Toutefois, comme énoncé précédemment, l'impossibilité de constituer un échantillon pertinent conduit à considérer cette méthode de valorisation comme n'étant pas représentative de la valeur intrinsèque de la société.

Ainsi, la méthode des comparables boursiers a été présentée uniquement à titre indicatif.

b) L'actif net comptable (« ANC »)

La valeur comptable des fonds propres rend compte des apports en nature et en numéraire des actionnaires ainsi que de l'accumulation historique des résultats de la société et non des perspectives futures.

En l'absence de comptes consolidés (plus pertinents pour cette méthode), l'actif net comptable est estimé à:

- 31 061 K€ soit 1 553 euros par action sur la base des comptes sociaux de FALA au 31/12/2012 ;
- 31 667 K€ soit 1 633 euros par action, sur la base des comptes sociaux de FALA au 30/06/2013.

Ce résultat ne peut pas être considéré comme significatif car il n'apparaît que comme le reflet des valorisations historiques des participations de la société.

4.3 Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre

Le prix offert dans le cadre de l'Offre (6 660 euros par action de la Société) se compare comme suit aux résultats des analyses décrites ci-dessus :

Méthodes	Fourchette de valorisation		Prime / décote induite	
<u>MÉTHODES RETENUES</u>				
ANR Actualisation des flux de trésorerie	5 519	6 659	20,7%	0,0%
Actualisation des dividendes futurs	3 902	4 633	70,7%	43,8%
Cours de bourse				
Cours Spot au 04/11/2013		4 965		34,1%
Cours Moyen - 1 mois		4 969		34,0%
Cours Moyen - 3 mois		5 013		32,9%
Cours Moyen - 6 mois		5 137		29,6%
Cours Moyen - 12 mois		5 135		29,7%
<u>MÉTHODES PRÉSENTÉES Á TITRE INDICATIF</u>				
ANR Comparables boursiers	6 234	6 698	6,8%	(0,6%)
Actif Net Comptable		1 633		307,8%

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (l'«offre») initiée par la société LESAFFRE & CIE (l'«Initiateur » ou «LESAFFRE & CIE») sur les actions de la société FALA, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant, conformément à la décision du Conseil d'administration de la société du 30 août 2013, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par l'Initiateur aux actionnaires de FALA.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1 I 1° et 261-1 II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) dans la perspective du retrait obligatoire.

Le prix offert aux actionnaires de FALA s'établit à 6.660 € par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par FALA, LESAFFRE & CIE et SOCIETE GENERALE (l'«établissement présentateur»). Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière de notre part. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers ou de tout autre document qui nous ont été communiqués. Nous n'avons pas audité ni revu les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes simplement attachés à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Conformément à l'article 262-1 susvisé, nous vous présentons notre rapport d'expertise sur les conditions financières offertes par l'Initiateur aux actionnaires de FALA.

1. Présentation de l'opération

1.1. Contexte de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO)

Le 14 janvier 2011, LESAFFRE & CIE, société intégralement contrôlée par la famille Lesaffre, a conclu plusieurs accords avec les principaux actionnaires familiaux de FALA, autres que la famille Lesaffre, lui permettant d'acquérir des blocs d'actions FALA, portant au total sur 3.375 actions FALA, soit 16,88 % du capital et 10,52 % des droits de vote de cette dernière. LESAFFRE & CIE détenait, post acquisition de ces blocs, 72,63 % du capital et 80,03% des droits de vote de FALA.

A l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée (OPAS) déposée auprès de l'AMF, le 17 janvier 2011, qui s'est clôturée le 24 février 2011, LESAFFRE & CIE a porté sa participation à 92,94% du capital et 94,89% des droits de vote de FALA.

Le 14 mai 2012, LESAFFRE & CIE a fait l'acquisition sur le marché d'un bloc d'actions FALA, l'amenant à détenir aujourd'hui 97,3 % du capital et 97,70 % des droits de vote de FALA.

Le cours de FALA s'établissait au 21 octobre 2013 à 4.965 €.

C'est dans ce contexte que LESAFFRE & Cie a décidé de lancer la présente opération devant conduire au retrait obligatoire.

1.2. Présentation de FALA

1.2.1. Informations juridiques

FALA est une société anonyme à Conseil d'administration, dont le siège social est sis 21, avenue des Vosges, Strasbourg (67), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés sous le numéro 778 847 152 RCS Strasbourg. Son capital social s'élève à 1.100.000 €, réparti en 20.000 actions de 55 € de valeur nominale chacune. L'action FALA est admise à la cote sur le compartiment C de NYSE Euronext Paris.

LESAFFRE & Cie, société initiatrice de l'offre est une société anonyme à Conseil d'administration, dont le siège social est sis 41, rue Etienne Marcel, Paris (75001), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés sous le numéro B 316 055 672 RCS Paris. Son capital social s'élève à 734.500 € et il est intégralement contrôlé par la famille Lesaffre. Le groupe LESAFFRE est un des leaders mondiaux dans la production et la distribution de levure et de ses dérivés.

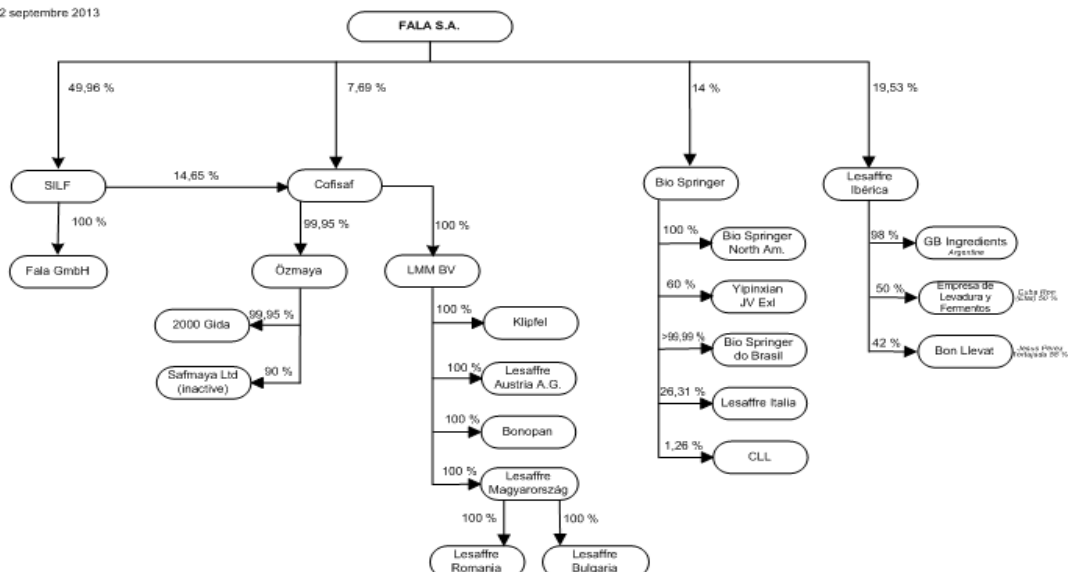
1.2.2. Présentation synthétique de l'activité

La Fabrique Alsacienne des Levures et Alcools (FALA) a été créée en 1920 par Messieurs Léon HAGUENAUER et Léon BECKER, qui exploitait jusqu'à la fin des années 1960 une usine de production de levure située dans les environs de Strasbourg. En 1969, Messieurs HAGUENAUER et BECKER décident de se rapprocher de Monsieur Léon LESAFFRE afin de s'associer dans la construction d'une nouvelle usine de production au sein de la Société Industrielle de Levure FALA (SILF), détenue à hauteur de 49,95% par FALA et 50,05% par la famille LESAFFRE. FALA était d'ores et déjà cotée à la bourse de Nancy et devient à l'issue de cette opération de rapprochement une société holding.

Au cours des années qui ont suivi, FALA a pris des participations minoritaires dans des entités sous le contrôle exclusif du groupe LESAFFRE, au rang desquelles BIO SPRINGER (anciennement FOULD SPRINGER), LESAFFRE IBERICA et COFISAF. Ainsi FALA est aujourd'hui une société holding qui détient directement et indirectement une quote-part minoritaire du capital de plus d'une vingtaine de sociétés exclusivement contrôlées par le groupe LESAFFRE ou en partenariat dans les pays dans lesquels la législation locale l'impose.

L'organigramme FALA se présente comme suit :

12 septembre 2013



Ces participations peuvent être regroupées en cinq pôles :

- Le **pôle SILF** inclut SILF et sa filiale de distribution allemande FALA GmbH et regroupe la production et la commercialisation de levure industrielle en France et en Allemagne ;
- Le **pôle Özmaya** et sa filiale de distribution 2000 GIDA dispose d'une unité de production de levure en Turquie, distribuée sur son marché domestique et exportée dans les pays limitrophes de la Turquie. Özmaya est une participation détenue à hauteur de 99,95% par COFISAF, elle-même détenue à hauteur de 7,69% par FALA et à hauteur de 14,65% par SILF ;
- Le **pôle LMM**, société holding détenue à 100% par COFISAF, regroupe différentes participations, dont principalement une usine de production en Hongrie, une usine en Suisse et des sociétés de distribution en Autriche, Slovaquie, Roumanie et Bulgarie ;
- Le **pôle BIO SPRINGER**, dont la société éponyme est détenue à hauteur de 14% par FALA, est spécialisé dans la production et la commercialisation de produits spécifiques à base de levure incluant notamment des produits à destination des biotechnologies, des exhausteurs de goût et réducteurs de sel pour l'industrie agro-alimentaire et des compléments pour l'alimentation animale. BIO SPRINGER détient également une participation dans une joint-venture avec un partenaire chinois, une participation minoritaire dans LESAFFRE ITALIA, entité de production et de commercialisation en Italie et une participation de 1,26% dans CLL, holding intermédiaire du groupe LESAFFRE ;
- Le **pôle LESAFFRE IBERICA**, détenu à hauteur de 19,53% par FALA, produit et commercialise de la levure en Espagne. Il détient également une entité de production en Argentine et des participations non significatives à CUBA.

Le marché de la levure est un marché très concentré, dont les principaux acteurs sont LESAFFRE, ASSOCIATED BRITISH FOOD (société cotée au Royaume Uni ayant des activités très diversifiées avec une capitalisation boursière de 16,3 milliards de GBP), LALLEMAND, société privée canadienne et ANGEL YEAST, société chinoise sur laquelle nous reviendrons ci-après. La taille du marché mondial de la levure serait de l'ordre de 3,5 milliards d'euros. Les parts de marché dans chaque pays des différents intervenants restent confidentielles, aucune étude publique et récente sur le secteur n'ayant été identifiée.

La levure, obtenue par transformation de la mélasse, et les extraits qui en sont dérivés, constituent les ingrédients clefs dans le processus de panification. Ils s'adressent aussi bien à la boulangerie artisanale qu'industrielle. Tel qu'indiqué précédemment des extraits de levure sont également utilisés dans les biotechnologies, l'industrie agroalimentaire et l'alimentation animale. Le marché de la levure en Europe, où sont implantées les participations les plus significatives, en termes de contribution aux résultats de FALA, est, selon le management du groupe, mature.

1.2.3. Analyse des forces, faiblesses, menaces et opportunités (SWOT)

En synthèse, sur la base de nos échanges avec le management du groupe LESAFFRE, les principales caractéristiques de FALA peuvent être résumées comme suit :

FORCES	FAIBLESSES
• Processus de production à haute technicité et métier à forte intensité capitalistique • FALA bénéficie du savoir faire industriel et technique du groupe LESAFFRE • Niveau de rentabilité relativement élevé des principales participations • Politique de distribution de dividendes assurant un rendement stable, qui reste néanmoins dépendante des orientations décidées par l'actionnaire majoritaire	• Structure holding sans influence sur la gestion opérationnelle de ses participations, toutes minoritaires • Politique de distribution de dividendes décidée par l'actionnaire majoritaire • Forte dépendance à la mélasse (principale matière première et produit difficilement substituable) et indirectement au sucre • Implantation essentiellement européenne des principales participations de FALA, sur des marchés matures offrant par conséquent de faibles perspectives de croissance • Potentiel de croissance externe limité
OPPORTUNITES	MENACES
• Innovation : développement des levures de spécialité pour l'industrie agroalimentaire (exhausteurs de goût, réducteurs de sel, compléments alimentaires pour l'alimentation animale, etc.) • Evolution des habitudes de consommations dans certains pays en développement (dont peut bénéficier dans une moindre mesure FALA dont les principales participations sont situées en Europe)	• Volatilité/ tension sur le prix de la mélasse du fait notamment de la concurrence des biocarburants • Pression sur les prix dans certaines zones géographiques • Pénurie de matières premières et/ou ingrédients de fermentation • Augmentation du coût de l'énergie

1.2.4. Données financières historiques

FALA n'établit pas de comptes consolidés. Nous avons obtenu communication de la documentation sur laquelle la société s'appuie pour justifier de cette exemption, qui fait notamment état de l'absence de contrôle exclusif, conjoint ou d'influence notable de FALA sur ses participations. Par conséquent, les données présentées ci-dessus sont extraites des comptes sociaux de la société. Les résultats de FALA au cours des cinq dernières années se présentent comme suit :

Compte de résultat (K€)	30 juin 2013	31 déc 2012	31 déc 2011	31 déc 2010	31 déc 2009	31 déc 2008
Dividendes SILF	4 632	6 312	5 871	3 996	2 246	4 955
Dividendes BIO SPRINGER	589	400	616	0	0	242
Dividendes LESAFFRE IBERICA	200	200	474	1 424	254	0
Dividendes COFISAF	353	348	942	315	0	223
Autres produits financiers nets	24	136	181	80	156	498
Résultat financier	5 798	7 396	8 084	5 815	2 656	5 918
Charge d'exploitation	(113)	(307)	(391)	(345)	(230)	(231)
Résultat avant impôt	5 685	7 090	7 693	5 470	2 426	5 687
Impôts sur les sociétés	(79)	(112)	(110)	(36)	(42)	(165)
Résultat net	5 606	6 978	7 583	5 434	2 384	5 522

Source: Rapports financiers annuels 2008 à 2012 et rapport semestriel au 30 juin 2013

L'analyse des derniers comptes de la société appelle les remarques suivantes :

- le résultat de la société est quasi-exclusivement constitué par les dividendes distribués par ses participations au sein de SILF, BIO SPRINGER, LESAFFRE IBERICA et COFISAF ;
- ces dividendes dépendent des performances de ces participations mais aussi de la politique de distribution décidée par le groupe LESAFFRE, qui tient compte des éventuels besoins de ses filiales ; comme l'illustre le tableau ci-dessus, ces derniers peuvent varier de façon non négligeable d'une année sur l'autre ;
- les charges d'exploitation sont constituées d'honoraires juridiques et comptables et de jetons de présence versés aux administrateurs. Aucune prestation n'est facturée à FALA par le groupe LESAFFRE.

Par ailleurs, les bilans simplifiés de FALA se présentent comme suit :

Bilan simplifié (K€)	30 juin 2013	31 déc 2012	31 déc 2011	31 déc 2010	31 déc 2009	31 déc 2008
Titres de participation	3 768	3 768	3 768	3 768	3 768	3 768
Autres immobilisations financières	4 240	4 240	4 240	4 240	4 240	4 240
Besoins en fonds de roulement	10	-43	-273	-134	14	-178
Actif économique	8 018	7 965	7 735	7 874	8 022	7 829
Capitaux propres	32 667	31 061	24 149	18 366	16 732	18 148
Trésorerie nette (*)	(24 649)	(23 096)	(16 415)	(10 493)	(8 709)	(10 319)
Capitaux employés	8 018	7 965	7 735	7 874	8 023	7 829

(*) Nette des dividendes à payer et à recevoir

Source: Rapports financiers annuels 2008 à 2012 et rapport semestriel au 30 juin 2013

Ils appellent les remarques suivantes :

- les titres de participation regroupent la valeur nette comptable des actions SILF, BIO SPRINGER et LESAFFRE IBERICA et les autres immobilisations financières, la quote-part de titres COFISAF (7,69%) détenue directement par FALA.
- la trésorerie nette, telle que présentée ci-dessus, inclut les disponibilités et un prêt intragroupe consenti par FALA, inscrit dans les comptes sociaux de la société en immobilisations financières. Il ressort de la lecture de ces comptes que la trésorerie nette ainsi retraitée a augmenté de l'ordre de 14,1 M€ depuis fin 2010, du fait de l'absence de distribution de l'intégralité des résultats de la société sur cette période.

Ainsi, les flux de trésorerie de la période, en assimilant le prêt intragroupe à de la trésorerie placée, peuvent être résumés comme suit :

Flux de trésorerie (K€)	30 juin 2013	31 déc 2012	31 déc 2011	31 déc 2010	31 déc 2009	31 déc 2008
Résultat net	5 606	6 978	7 583	5 435	2 384	5 522
Variation du BFR	(53)	(230)	139	148	(192)	15
Flux de trésorerie liés à l'activité de holding	5 553	6 748	7 722	5 583	2 191	5 537
Dividendes payés sur la période	(4 000)	(66)	(1 800)	(3 800)	(3 800)	(4 000)
Flux de trésorerie lié à l'activité de financement	(4 000)	(66)	(1 800)	(3 800)	(3 800)	(4 000)
Variation de trésorerie nette	1 554	6 682	5 922	1 783	(1 609)	1 537

Source: Rapports financiers annuels 2008 à 2012 et rapport semestriel au 30 juin 2013

2. Déclaration d'indépendance

ADVISOREM et l'ensemble des intervenants sur la mission n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'opération ou leurs conseils et ne détiennent aucun intérêt financier dans la bonne fin de l'opération, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'opération ou toute personne contrôlée par ces dernières au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce.

ADVISOREM et l'ensemble des intervenants ne se trouvent pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'opération et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006. ADVISOREM n'est pas intervenu à ce jour en qualité d'Expert indépendant avec l'établissement présentateur de l'opération, au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

ADVISOREM et l'ensemble des intervenants attestent de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu d'eux, avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Les diligences que nous avons mises en œuvre dans le cadre de cette mission comprennent, conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF susvisé, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006 et 27 juillet 2010 :

- la prise de connaissance générale du contexte spécifique dans lequel se situe l'opération envisagée ;
- un examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de FALA ;
- une analyse des comptes historiques, de l'activité et des données prévisionnelles des différentes participations de FALA regroupées par pôle, issues du processus budgétaire et du plan stratégique du groupe LESAFFRE à l'horizon 2016 ;
- l'obtention de données comptables intermédiaires à fin août 2013 et leur mise en perspective avec les données du budget 2013 ;
- la mise en œuvre d'une approche multicritères de la valeur de la société FALA, comprenant la mise en œuvre des méthodes d'évaluation décrites ci-après ;
- l'examen de l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés sur le titre FALA ;
- une analyse critique du rapport d'évaluation préparé par SOCIETE GENERALE, établissement présentateur de l'opération ;

La description détaillée des diligences effectuées et le calendrier de l'étude sont présentés en annexe du présent rapport.

4. Evaluation de FALA

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la société FALA en retenant l'approche exposée ci-après.

4.1. Présentation de l'approche d'évaluation multicritères

4.1.1. Méthodes ou références écartées

4.1.1.1 Actif net comptable

La référence à l'actif net comptable ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où, s'il reflète le coût d'acquisition des participations et l'accumulation des résultats historiques non distribués, il ne tient pas compte de la valeur réévaluée attribuable aux dites participations.

A titre informatif, l'actif net comptable par action de FALA s'établit à 1.633,40 €, sur la base des comptes semestriels de la société au 30 juin 2013.

4.1.1.2 Multiples issus de transactions comparables

L'approche par les multiples de transactions consiste à appliquer aux agrégats significatifs les plus récents de la société, les multiples de valorisation observés à l'occasion de transactions intervenues sur des sociétés jugées comparables, sous réserve que le prix et les principales conditions de l'opération aient été rendus publics.

Nous n'avons identifié aucune transaction intervenue depuis 2011, pour lesquelles les conditions de l'opération et/ou les agrégats de la cible sont disponibles, à l'exception de l'acquisition par le groupe LESAFFRE de la société russe VORONEZHSKIE en juillet 2011, pour laquelle des informations limitées ont été rendues publiques. Après discussion avec le management de LESAFFRE, il ressort que cette société faisait face à des difficultés financières au moment de son acquisition, ce que nous avons vérifié à partir des informations qui nous ont été communiquées par le groupe. Par ailleurs, elle nécessitait une reprise en main industrielle et des investissements significatifs, dont le retour n'est attendu qu'à long terme. Par conséquent, cette transaction ne peut en aucun cas être représentative de conditions économiques transposables dans le cadre de l'évaluation de FALA.

Par ailleurs, nous avons été informé d'une transaction intervenue le 2 mai 2003 (il y a désormais plus de 10 ans) portant sur une part de la SILF sur les 10.780 parts qui composaient alors son capital, permettant à la CIE DES LEVURES LESAFFRE d'avoir le contrôle exclusif sur la SILF pour un prix forfaitaire, ne reposant sur aucune approche d'évaluation de la SILF. Par conséquent, tel que relevé dans la note en réponse de FALA visée par l'AMF en date du 1^{er} février 2011, dans le cadre de l'OPAS, cette transaction ne peut en aucun cas constituer une transaction de référence.

4.1.1.3 Référence aux objectifs de cours des analystes financiers

Le titre FALA ne faisant l'objet d'aucun suivi par les analystes financiers, aucune référence d'objectif de cours ne peut être utilisée au cas d'espèce.

4.1.2. Méthodes ou références retenues à titre principal

4.1.2.1 Actif net réévalué basé sur l'actualisation des flux de trésorerie

L'actif net réévalué (ANR) est une méthode patrimoniale qui consiste à évaluer séparément les actifs et passifs de la société. Cette approche particulièrement adaptée pour évaluer des sociétés holding ou des groupes diversifiés pour lesquels les comptes ou les projections financières consolidés ne sont pas disponibles et leur analyse pris globalement est non pertinente. Cette méthode nous paraît parfaitement adaptée au cas d'espèce.

Pour évaluer les différentes lignes de participations constitutives du patrimoine de FALA, nous aurons recours, pour chacune d'entre elles, à une approche basée sur l'actualisation des flux de trésorerie (DCF).

La méthode du DCF mesure la capacité d'une société à dégager de la trésorerie disponible. Elle permet notamment de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de l'entité.

Ainsi, la valeur de l'entreprise est égale à la somme des flux de trésorerie d'exploitation disponibles après impôt sur l'horizon explicite des prévisions, actualisés au taux de rentabilité exigé par l'ensemble des apporteurs de fonds (le coût moyen pondéré du capital) et de la valeur terminale actualisée retenue à la fin de l'horizon explicite.

Les flux de trésorerie futurs estimés ont été établis à partir des budgets 2013 et des données financières du plan stratégique à l'horizon 2016 relatives au périmètre des participations de FALA, qui nous ont été communiqués par le groupe LESAFFRE et des discussions que nous avons eues avec son management. Ces données ont été extrapolées sur les années 2017-2019 pour tendre vers un niveau de flux normatif estimé. La valeur terminale a été calculée à partir de ce flux, actualisé à l'infini, en tenant compte du taux de croissance estimé à long terme de ce dernier.

De la valeur d'entreprise ainsi déterminée est déduit ou ajouté respectivement l'endettement financier net ou la trésorerie nette au 31 décembre 2012 pour obtenir la valeur des fonds propres des différentes participations.

4.1.2.2 Dernières transactions significatives sur le capital de la société

Nous rappelons, ci-après, les dernières transactions significatives intervenues sur le capital de la société depuis la cession par certains actionnaires familiaux de 16,88% du capital de FALA en janvier 2011 :

Date	Cédant	Cessionnaire	Nbre actions	% du capital	Prix/action
17-janv.-11	Actionnaires familiaux de FALA	LESAFFRE & CIE	3.375	16,88%	5.390,00 €
24-févr.-11	OPAS	LESAFFRE & CIE	4.602	23,01%	5.390,00 €
14-mai-12	Actionnaire minoritaire "Y"	LESAFFRE & CIE	751	3,76%	5.303,30 €

Les transactions retenues appellent les commentaires suivants :

- Par plusieurs contrats de cession entre les différents groupes d'actionnaires familiaux historiques de FALA et LESAFFRE & CIE, cette dernière a acquis 16,88% du capital de FALA au prix ferme et définitif de 5.390 € par action FALA. A l'issue de cette acquisition, LESAFFRE & CIE a porté sa participation dans FALA de 55,76% à 72,63% du capital.

- *A l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiée dans le prolongement de l'acquisition susvisée, au prix de 5.390 €, LESAFFRE & CIE a acquis sur le marché, du 4 février au 24 février 2011, 4.062 actions, soit 4,36% du capital, portant ainsi sa participation à 92,94% du capital de FALA.*
- *Enfin, LESAFFRE & CIE s'est porté acquéreur le 14 mai 2012 d'un bloc de 751 actions au prix unitaire de 5.303,3 €, la conduisant à franchir le seuil des 95% du capital de la société. Le prix a été déterminé par référence au prix de l'OPAS, soit 5.390 €, diminué du solde du dividende au titre de l'exercice 2010, soit 90 € et augmenté du dividende statutaire de 3,3 € au titre de l'exercice 2011 ($5.390 - 90 + 3,3 = 5.303,3$ €).*

Cette cession de bloc, intervenue il y a moins de 18 mois, constitue à notre avis une référence de valeur significative dans la mesure où elle a donné accès à LESAFFRE & CIE à la procédure de retrait obligatoire. Nous avons demandé et obtenu communication des échanges intervenus entre les représentants du cédant et le groupe LESAFFRE préalablement au mouvement de titres, et nous avons également obtenu la confirmation d'exécution au prix de 5.303,3 €. Il nous a été indiqué qu'aucun autre contrat ou accord n'avait été conclu entre LESAFFRE & CIE et le cédant et que le montant de 5.303,3 € représentait l'intégralité du prix payé.

Le prix de l'offre de 6.660 € fait ressortir une prime de 25,6% sur cette dernière valeur.

4.1.3. Méthodes ou références retenues à titre secondaire

4.1.3.1 Multiplis issus de comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à approcher la valeur d'une société par application aux agrégats prévisionnels jugés significatifs de cette dernière, de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées intervenant dans le même secteur d'activité et sur les mêmes marchés et présentant des similitudes en termes de croissance et de rentabilité. Au cas d'espèce, il n'existe aucune société cotée directement comparable à FALA ou ses participations.

Par conséquent, nous retiendrons, seulement à titre secondaire, une approche basée sur un échantillon de valeurs intervenants dans le secteur des ingrédients pour l'industrie agroalimentaire présentant des similitudes en termes d'activité, de business model, de niveaux de marge ou de taux de croissance attendue. Nous rappelons néanmoins qu'aucune de ces sociétés n'est directement comparable à FALA.

Pour mettre en œuvre cette méthode, nous nous appuierons sur les EBIT et EBITDA prévisionnels issus d'un consensus d'analystes (FACTSET) pour les années 2013, 2014 et 2015. Dans l'échantillon retenu, des sociétés font l'objet d'un suivi limité, raison supplémentaire pour considérer les résultats de la mise en œuvre de cette méthode, à titre d'information. Au cas d'espèce, seule l'approche par les cash flows futurs estimés des participations de FALA permet à notre avis d'apprécier la valeur intrinsèque attribuable à la société.

4.1.3.2 Méthode du rendement

La méthode du rendement consiste à appréhender la valeur attribuable à l'action FALA sur la base d'une actualisation des dividendes futurs, par référence à la politique de distribution de dividendes de la société et du rendement que cette dernière procure à l'actionnaire.

Il convient d'observer que FALA a distribué depuis au moins 10 ans un dividende quasi constant à hauteur de 200 €, à l'exception du celui versé au titre de l'exercice 2011, dont le montant a été limité au dividende statutaire.

Par référence au cours moyen de l'action, qui représente, pour l'actionnaire minoritaire, le seul prix de référence auquel il est susceptible d'accéder, et quand bien même celui-ci a une pertinence limitée, au regard du faible flottant et du nombre limité de transactions, il est possible de déterminer un taux de rendement historique moyen effectif de l'action FALA observable sur une période relativement longue.

4.1.3.3 Référence au cours de bourse de la société

Tel que rappelé précédemment, le titre FALA est admis aux négociations sur le compartiment C de NYSE Euronext Paris sous le code ISIN FR0000064222 (code FALA). Néanmoins, compte tenu de sa faible capitalisation boursière et d'un flottant très limité, les volumes de titres échangés sont très faibles ou inexistant. Par conséquent, le cours de bourse ne constitue pas selon nous une référence de valeur pertinente sans pour autant être écarté dans le cadre d'une procédure de retrait obligatoire. Nous y faisons donc référence dans ce contexte.



Les volumes échangés sont quasi insignifiants si l'on fait abstraction de la cession du bloc de 751 actions visé au paragraphe 4.1.2.2.

Le cours a évolué dans une fourchette de 4.901 € à 5.470 € au cours des deux dernières années. Rappelons que le cours de FALA s'établissait précédemment à l'OPAS à 3.750 €.

Le cours moyen pondéré et les volumes échangés depuis 12 mois se présentent comme suit :

FALA	Cours moyen pondéré	Total sur la période	en % du capital	en % du flottant
Dernier cours au 29 octobre 2013	4 965,01	0	0,00%	0,00%
Moyenne 1 mois (du 29/09/13 au 29/10/13)	5 043,00	8	0,04%	1,48%
Moyenne 3 mois (du 29/07/13 au 29/10/13)	5 001,34	12	0,06%	2,22%
Moyenne 6 mois (du 21/04/13 au 29/10/13)	5 088,78	18	0,09%	3,33%
Moyenne 1 an (du 29/10/12 au 29/10/13)	5 100,06	46	0,23%	8,52%

Source : Euronext au 30 octobre 2013

Nous observons que les taux de rotation, qu'ils soient calculés sur le nombre total d'actions ou le flottant, qui est également très réduit (2,7% du capital de FALA), restent faibles. La référence au cours de bourse n'appelle pas d'autre remarque de notre part.

4.1.4. Données de référence de FALA retenues dans le cadre de l'approche d'évaluation

4.1.4.1 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions composant le capital de FALA s'élève à 20.000. Il n'existe aucune action auto-détenue ni aucun instrument émis susceptible d'avoir un effet dilutif sur le capital de la société. Nous retiendrons par conséquent 20.000 actions dans nos calculs.

4.1.4.2 Trésorerie nette retraitée de FALA

La trésorerie nette retraitée de FALA au 30 juin 2013 s'élève à 24.649 K€ et se détaille comme suit :

30-juin-2013	Montants en K€
Disponibilités	396
Valeurs mobilières de placement	29
Prêt intragroupe	24 047
Dividendes à encaisser	200
Emprunts et dettes financières diverses	(23)
Trésorerie nette de référence au 30 juin 2013	24 649

4.1.4.3 Décote de holding

FALA présente toutes les caractéristiques d'une société holding dont les principales participations directes, toutes minoritaires, sont également pour certaines elles-mêmes des sociétés holding intermédiaires.

Il est généralement constaté que la valeur des sociétés holdings reconnue par le marché fait ressortir des décotes significatives qui se situent depuis plusieurs années entre 10% et 40% en fonction du niveau des marchés. L'analyse que nous avons effectuée fin septembre 2013 nous conduit à constater des décotes moyennes, sur un échantillon large de sociétés cotées⁸⁸ qui publient leur ANR, **entre 30% et 33%**, selon la période d'observation des cours de référence par rapport aux derniers ANR publiés.

⁸⁸ Altamir Amboise, Eurazeo, FFP, Groupe Bruxelles Lambert, IDI SCA, Lebon, Salvepar, Sofina, Turenne Investissement et Wendel.

Nous observons que dans le cadre de l'OPAS de janvier 2011, l'Expert indépendant avait retenu une décote de 35% puis examiné dans le cadre de ses analyses complémentaires, dans le contexte particulier de l'opération qui prévoyait le retrait obligatoire, l'incidence d'une décote limitée à 15% pour apprécier le caractère équitable du prix d'offre de 5.390 €.

Les valeurs présentées ci-après en synthèse ne tiennent compte d'aucune décote de holding. Néanmoins, il ne peut pas être fait abstraction de cette décote de holding dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable du prix d'offre proposé et nous mentionnerons à titre d'information dans les développements qui suivent des valeurs tenant compte d'une décote limitée à 15%.

4.2. Mise en œuvre et résultats des différentes méthodes d'évaluation

4.2.1. ANR (évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs -DCF)

Plans d'affaires

Les plans d'affaires par pôle retenus, sont basés sur (1) les budgets 2013 et les données prévisionnelles pour chaque entité issues du plan stratégique à l'horizon 2016, qui nous ont été communiqués par le groupe LESAFFRE, couvrant la période 2013-2016, et (2) sur les échanges que nous avons pu avoir avec le management.

Les hypothèses principales de ces plans sont les suivantes :

- Une croissance différenciée, entité par entité, en fonction des marchés sur lesquels les différentes participations directes et indirectes de FALA opèrent, avec un taux de croissance annuel moyen sur 2012-2016 compris entre 1,56% et 9,31% selon les pôles, et la prise en compte d'une extrapolation sur 2017-2019 pour faire tendre la croissance à long terme entre 1% et 2% en fonction des perspectives de croissance des marchés des différentes zones.*
- Des hypothèses de marges sur coûts variables tenant compte de l'évolution potentielle des mix produits, de l'évolution du marché et du coût des matières premières, qui peuvent différer d'un pays à l'autre. L'ensemble de ces éléments a été apprécié par référence aux niveaux de marges historiques et en particulier aux tendances observées les plus récentes.*
- Des coûts fixes et des frais de structure en ligne avec les coûts réels historiques, avec au cas par cas, des investissements commerciaux pour accompagner la croissance attendue.*
- Sur ces bases, les taux de marge d'EBITDA attendus sont globalement cohérents avec ceux constatés sur la base des performances historiques les plus récentes.*
- Des taux d'imposition différenciés ont été retenus en fonction des pays d'implantation des différentes entités. Un taux de 34,4% a notamment été retenu pour la France. Lorsque certaines entités disposaient de déficits reportables, la valeur de ces déficits a été prise en compte dans la valeur estimée des titres.*
- En termes de budgets d'investissements, le management a établi des enveloppes par entité sur la période 2013-2016. Au delà de cette période, il a été pris comme hypothèse un niveau d'investissement en ligne avec les investissements réalisés au cours de ces dernières années et sur la période couverte par le plan pour tendre vers un niveau normatif, compris entre 2,4% et 3,3% du chiffre d'affaires selon les pôles.*

- Le besoin en fonds de roulement (BFR) normatif retenu a été appréhendé par référence aux données historiques et aux projections du groupe qui anticipent notamment la constitution de stocks stratégiques pour faire face à d'éventuelles pénuries de matières premières. Il est estimé de façon normative entre 14 jours et 139 jours de chiffre d'affaires selon les pôles. Les hypothèses retenues restent globalement en ligne avec les tendances constatées à court terme.

Enfin, les coûts de la holding nets d'impôt ont été capitalisés au coût du capital net de la croissance à long terme, soit 8,79%

Taux d'actualisation

Les flux prévisionnels de trésorerie sont actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC) qui a deux composantes : le rendement attendu par les investisseurs en fonds propres (le coût des fonds propres) et celui exigé par les créanciers (le coût de la dette), en tenant compte de l'économie d'impôt qui résulte de la déductibilité des charges d'intérêts. La moyenne de ces deux taux est pondérée en fonction du poids relatif assigné aux fonds propres et aux dettes dans la valeur d'entreprise.

Le taux d'actualisation (hors prime de risque pays spécifique) retenu s'élève à 9,79%. Il a été calculé sur les bases suivantes :

Détermination du taux d'actualisation (WACC)	
Taux sans risque	2,15% (a)
Prime de risque marché actions	6,40% (b)
Bêta désendetté	0,76 (c)
Bêta endetté	0,81
Prime de risque pays	0,00% (d)
Prime de taille	3,09% (e)
Coût des fonds propres	10,45%
Coût de la dette avant IS	5,44% (f)
Taux d'IS	34,43%
Coûts de la dette après IS	3,57%
WACC	9,79%

- (a) Le taux sans risque retenu de 2,15 %, correspond à la moyenne de l'OAT 10 ans des 12 derniers mois.
- (b) La prime de risque du marché actions, soit 6,4%, correspond à l'estimation de la prime de risque de marché par le bureau d'analystes indépendant IDMIDCAPS, en retenant de façon homogène au taux sans risque, la moyenne des primes observés sur les 12 derniers mois.
- (c) Nous avons retenu le bêta sectoriel de la « transformation alimentaire » du marché européen proposé par le Professeur Aswath Damodaran⁹. A titre de recoupement, les coefficients issus de notre échantillon de sociétés cotées faisant l'objet d'un suivi régulier par un panel d'analystes et dont les R^2 ne sont pas insignifiants font ressortir un bêta désendetté moyen de 0,75. Nous avons préféré retenir le bêta sectoriel susvisé en raison de la pertinence limitée de l'échantillon de comparables.

⁹ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

- (d) Une prime de risque spécifique a été appréhendée pour les entités implantées dans des pays dont les marchés sont jugés plus risqués que le marché français, par référence au modèle de détermination de ces primes proposé par le Professeur Aswath Damodaran. Le niveau des primes appliquées à chacun des pôles est ainsi compris entre 0% et 1,88%.
- (e) Nous avons retenu une prime de risque spécifique de 3,09%¹⁰ afin de tenir compte de la taille des différentes participations de FALA.
- (f) Nous avons retenu le coût d'endettement qui nous a été communiqué par la direction du groupe LESAFFRE. Il correspond au taux d'intérêt fixe (5,44%) d'une ligne de financement significative du groupe à long terme.
- (g) Le niveau de dettes sur fonds propres (« gearing ») a été appréhendé par référence à l'endettement net du périmètre à fin 2013 (hors trésorerie FALA) et à la valeur des fonds propres estimée de FALA, déduction faite également de sa trésorerie nette.

L'actualisation des flux a été calculée en se positionnant au 30 septembre 2013. Ainsi, le flux de trésorerie de l'année 2013 a été actualisé d'un trimestre.

La valeur terminale a été calculée, sur la base d'une capitalisation du flux normatif, en retenant le taux d'actualisation susvisé minoré d'un taux de croissance à l'infini compris entre 1% et 2% selon les zones géographiques dans lesquelles sont implantées les participations de FALA, qui reflète les perspectives à long terme de croissance différenciées des marchés sur lesquels ces participations opèrent.

Actif net réévalué de FALA

En M€	Centrale
Valeur réévaluée des participations	102,5
Coûts de holding	(3,1)
Trésorerie nette FALA	24,6
Autres actifs nets FALA	0,0
Actif net réévalué	124,0
Nombre d'actions	20 000
Valeur par action (€)	6 202

La valeur centrale de l'actif net réévalué de FALA estimée sur les bases exposées ci-dessus, hors prise en compte de toute décote de holding, s'établit à 124,0 M€, soit une valeur par action de 6.202 €.

Analyse de sensibilité

Compte tenu des développements précédents, nous avons réalisé une analyse de sensibilité des valeurs obtenues aux paramètres suivants :

- une variation du taux d'actualisation de +/- 50 points de base par rapport à l'hypothèse centrale ;
- une variation du taux de croissance à l'infini de +/- 50 points de base :

¹⁰ Source : «2013 Ibbotson SBBI Risk Premia Over Time Report», page 7, prime de taille moyenne pour les sociétés dont la capitalisation est inférieure à 514,2 MUSD corrigé du bêta retenu.

En M€	Bas	Centrale	Haut
Valeur réévaluée des participations	92,4	102,5	115,2
Coûts de holding	(3,1)	(3,1)	(3,1)
Trésorerie nette FALA	24,6	24,6	24,6
Autres actifs nets FALA	0,0	0,0	0,0
Actif net réévalué	113,9	124,0	136,7
Nombre d'actions	20 000	20 000	20 000
Valeur par action (€)	5 696	6 202	6 835

Nous retiendrons à l'issue de ces analyses, hors prise en compte de toute décote de holding, une fourchette de valeurs comprises entre 5.696 € et 6.835 €.

Le prix de l'offre de 6.660 € fait ressortir une prime de 7,38% sur la valeur centrale et de 16,9% sur la valeur basse de notre fourchette et une décote 2,6% sur la valeur haute de notre fourchette.

A titre d'information, en retenant une décote de holding limitée à 15% sur les valeurs par action FALA ci-dessus, le prix de l'offre fait ressortir une prime de 26,33% sur la valeur centrale et des primes de 37,6% et 14,6 % respectivement sur les valeurs basse et haute de notre fourchette.

4.2.2. Comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire)

Nous avons retenu un échantillon composé des sociétés suivantes :

- **Sensient Technologies Corporation**, société américaine cotée au NYSE, est un fabricant et distributeur mondial de colorants, de saveurs et de parfums. Sa capitalisation boursière s'élève à 1,7 milliards d'euros. Elle a réalisé 1,5 milliards d'euros de chiffre d'affaires sur l'exercice 2012/2013. La société intervient principalement dans deux domaines : « Saveurs et parfums » et « Colorants ». Les principaux produits de la société sont des arômes, des exhausteurs de goût et bio-nutriments, des parfums et arômes chimiques, des légumes déshydratés et autres ingrédients alimentaires, des aliments naturels et synthétiques et des colorants de boissons et pigments pour différentes industries.
- **Eurogerm SA** est une société française dont les titres sont admis aux négociations sur NYSE Euronext Paris, spécialisée dans la fabrication et la commercialisation de correcteurs de meunerie, d'améliorants de panification, d'auxiliaires technologiques et d'ingrédients céréaliers nutritionnels. Sa capitalisation boursière s'élève à 62 millions d'euros et elle a réalisé 60 millions d'euros de chiffre d'affaires sur l'exercice 2012. Elle offre une gamme de préparations enzymatiques, glutens techniques adaptés aux applications en boulangerie. Elle dispose de deux sites de production en France (Saint Apollinaire et Quetigny). Elle exerce également ses activités en Algérie, au Sénégal, au Mexique, au Pérou, au Maroc et au Brésil.
- **Frutarom Industries Limited (Frutarom)** est une société israélienne, cotée à la bourse de Tel Aviv, spécialisée dans les saveurs et les parfums. Sa capitalisation boursière s'élève à 768 millions d'euros et elle a réalisé 478 millions d'euros de chiffre d'affaires sur l'exercice 2012. Elle développe, fabrique, commercialise et distribue des saveurs et des ingrédients de spécialités utilisés dans la production d'aliments et de boissons, arômes et parfums, pharma/neutraceutique, des soins personnels. Ses activités sont regroupées dans deux divisions : « Arôme » à destination de l'industrie agroalimentaire et « Beauté » à destination de la pharmacie et de la cosmétique. Frutarom commercialise ses produits dans plus de 120 pays.

- **Ingredion Incorporated (ex Corn Products International, Inc.)**, société américaine cotée au NYSE est un fabricant et distributeur mondial d'amidon et d'édulcorants issus principalement de la transformation de maïs et d'autres matériaux à base d'amidon, tels que le tapioca, la pomme de terre ou le riz. La gamme de produits comprend des amidons et des édulcorants, des produits d'alimentation animale et de l'huile de maïs alimentaire. Sa capitalisation boursière s'élève à 3,7 milliards d'euros et elle a réalisé un chiffre d'affaires de 5 milliards d'euros sur l'exercice 2012. Les produits édulcorants comprennent des sirops de glucose, des sirops à haute teneur en maltose, des sirops de maïs à haute teneur en fructose (HFCS), de la couleur caramel, du dextrose, des maltodextrines et polyols, du glucose et des solides de sirop.
- **Tate & Lyle PLC**, société britannique cotée au London Stock Exchange, est un producteur mondial d'ingrédients et de solutions pour les industries alimentaires et des boissons. Sa capitalisation boursière s'élève à 4,3 milliards d'euros et elle a réalisé 3,9 milliards d'euros de chiffre d'affaires sur l'exercice 2012/2013. Le groupe transforme, à l'échelle mondiale, des matières premières (principalement du maïs) en ingrédients donnant du goût, de la texture, des qualités nutritionnelles à des produits de consommation courante. Ses activités sont regroupées en deux segments : les ingrédients de spécialités alimentaires et les ingrédients en vrac.

Nous n'avons pas retenu la société ROBERTET en raison de l'absence de consensus de prévisions disponibles pour cette valeur. Nous n'avons pas non plus retenu la société ANGEL YEAST, société cotée à la bourse de Shanghai, qui opère dans la fabrication et la distribution de levures principalement sur le marché chinois, notamment en raison de son positionnement spécifique, d'une communication financière limitée et de perspectives de croissance sur son marché domestique sans rapport avec les perspectives de croissance des principales participations de FALA, présentes pour l'essentiel sur des marchés matures. Nous avons également exclu la société ASSOCIATED BRITISH FOOD compte tenu de sa taille et de sa diversification.

Les taux de marges des sociétés de l'échantillon sont les suivants :

	EBITDA%			EBIT%		
	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e
Sensient Tech Corp	17,5%	18,0%	18,0%	14,1%	14,2%	13,9%
Eurogerm S.A.	11,6%	11,8%	11,9%	9,0%	9,2%	9,3%
Frutarom Industries Ltd.	18,4%	16,5%	17,1%	14,0%	14,5%	15,4%
Ingredion Inc	13,0%	14,4%	15,2%	9,9%	10,9%	11,4%
Tate & Lyle PLC	14,0%	14,7%	14,8%	11,0%	11,6%	11,8%
Moyenne	14,9%	15,1%	15,4%	11,6%	12,1%	12,4%
Médiane	14,0%	14,7%	15,2%	11,0%	11,6%	11,8%

Les cours de bourse retenus pour déterminer la valeur de marché des capitaux propres et la valeur d'entreprise de chacune des sociétés de l'échantillon correspondent à la moyenne 1 mois des cours de clôture au 29 octobre 2013.

Les multiples d'EBITDA (EV/EBITDA) et d'EBIT et (EV/EBIT) des sociétés de l'échantillon s'établissent comme suit :

	Valeur d'entreprise (en M€)	EV/EBITDA			EV/EBIT		
		2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e
Sensient Tech Corp	2126,1	11,33x	10,69x	10,24x	14,06x	13,50x	13,31x
Eurogerm S.A.	57,4	7,87x	7,36x	6,92x	10,07x	9,41x	8,83x
Frutarom Industries Ltd	882,1	NR	NR	NR	13,30x	12,40x	11,42x
Ingredion Inc	4870,1	7,91x	7,04x	6,39x	10,36x	9,24x	8,49x
Tate & Lyle PLC	5087,9	9,16x	8,82x	8,53x	11,72x	11,26x	10,71x
Moyenne		9,07x	8,48x	8,02x	11,90x	11,16x	10,55x
Médiane		8,54x	8,09x	7,72x	11,72x	11,26x	10,71x

NR : Multiples non retenus en raison d'incohérences apparentes sur les prévisions d'EBITDA comparées aux prévisions d'EBIT de CA. Ces prévisions sont par ailleurs issues du consensus d'un panel d'analystes étroit

Les données présentées ci-dessus appellent les observations complémentaires suivantes :

- A l'exclusion d'EUROGERM, l'échantillon comprend des sociétés dont la taille est très supérieure avec des activités plus diversifiées que les participations de FALA.
- Par ailleurs, EUROGERM a une taille modeste et son titre est suivi par un seul analyste.
- Nous retiendrons dans le cadre de l'analyse à titre indicatif les multiples ci-dessus sans décote de taille, ni d'illiquidité, alors que les participations de FALA sont toutes minoritaires et de taille beaucoup plus modeste que l'essentiel des sociétés de l'échantillon.

Les valeurs induites doivent être considérées en tenant compte des limites de cette analyse.

Détermination de la valeur par action

Nous avons appliqué les multiples moyens de l'échantillon présenté ci-dessus aux EBITDA prévisionnels des différents pôles regroupant les participations de FALA pour 2013, 2014 et 2015 en tenant compte de leur trésorerie nette ou endettement net respectifs, qui conduit à déterminer la valeur estimée du portefeuille de participations, montant auquel il convient de déduire les coûts de holding capitalisés et d'ajouter la trésorerie nette de la holding :

En M€	EBITDA			EBIT		
	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e
Valeur réévaluée des participations	125,0	125,6	130,5	122,7	125,9	133,2
Coûts de holding	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)
Trésorerie nette FALA	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
Autres actifs nets FALA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actif net réévalué	146,5	147,1	152,0	144,3	147,4	154,7
Nombre d'actions	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Valeur par action (€)	7 326	7 356	7 602	7 214	7 370	7 736

Sur ces bases indicatives, la valeur d'une action FALA est estimée (hors valeurs extrêmes) dans une fourchette de 7.326 € à 7.602 € avant prise en compte de toute décote de holding.

Le prix de l'offre de 6.660 € fait ressortir une décote de 9,1% sur la valeur basse et de 12,4% sur la valeur haute de notre fourchette.

A titre d'information complémentaire, en retenant une décote de holding limitée à 15% sur les valeurs présentées ci-dessus, le prix d'offre fait ressortir une prime de 3,1% et 7% respectivement sur les valeurs haute et basse de notre fourchette.

4.2.3. Approche par le rendement du dividende (méthode retenue à titre secondaire)

Le rendement moyen de l'action FALA au cours des dernières années, calculé par référence au cours moyen pondéré par les volumes et le dividende distribué chaque année, avec ou sans prise en compte de l'année 2011 (au cours de laquelle seul le dividende statutaire a été distribué), est le suivant :

Montants en €	Dividende par action	Cours moyen pondéré	Rendement
2003	200	5 036,68	4,0%
2004	200	5 212,62	3,8%
2005	200	5 270,39	3,8%
2006	180	4 394,61	4,1%
2007	180	4 488,04	4,0%
2008	190	4 032,16	4,7%
2009	190	3 045,60	6,2%
2010	190	3 193,46	5,9%
2011	3,3	5 377,38	0,1%
2012	200	5 299,90	3,8%
Moyenne			4,0%
Moyenne hors 2011			4,5%

Source: Rapports annuels FALA et Infinancials

Le rendement moyen est compris entre 4% et 4,5% sur les bases énoncées ci-dessus. Il conduit aux valeurs suivantes, en retenant comme hypothèse le maintien de la politique de distribution de FALA, qui reste dépendante des orientations prises par son actionnaire majoritaire :

Montant en €	Fourchette basse	Fourchette haute
Dividende par action	200	200
Taux de rendement	4,5%	4,0%
Valeur induite de l'action	4 457	4 945

Sur ces bases, la valeur d'une action FALA est estimée dans une fourchette de 4.457 € à 4.945 €.

Le prix de l'offre de 6.660 € fait ressortir une prime de 34,7% sur la valeur haute et de 49,4% sur la valeur basse de cette fourchette.

5. Analyse critique des travaux d'évaluation présentés par SOCIETE GENERALE

5.1. Choix des critères d'évaluation

SOCIETE GENERALE a retenu des méthodes et références de valeurs similaires à celles que nous avons retenues.

Elle présente les résultats de la méthode des comparables boursiers à titre d'information et retient en revanche comme principales références de valeur la méthode de l'actualisation des dividendes et le cours de bourse. Nous considérons de notre côté que ces deux dernières approches ne peuvent pas être mises sur le même plan que l'ANR déterminé à partir de la valeur réévaluée du portefeuille de FALA issue des DCF des participations sous-jacentes, qui constitue à notre avis un critère prépondérant car intégrant pleinement le potentiel de croissance des flux des différentes participations.

5.2. Mise en œuvre des différents critères d'évaluation

5.2.1. Actif net réévalué (évaluation des participations sous-jacentes par la méthode du DCF)

L'actualisation des flux de trésorerie mise en œuvre par SOCIETE GENERALE repose sur le plan stratégique 2013-2016 du groupe LESAFFRE, extrapolé sur trois années complémentaires pour tendre vers un flux normatif à l'horizon 2020, approche similaire à celle que nous avons suivie.

Dans le cadre de son approche, SOCIETE GENERALE n'a pas retraité de la dette nette au 31 décembre 2012 les dividendes versés au cours du premier semestre par les participations de FALA au titre de 2012 à l'extérieur du périmètre de l'évaluation. En revanche, elle n'a appréhendé que la quote-part du flux d'exploitation estimé généré par les entités à compter du 1^{er} novembre 2013.

Concernant le taux d'actualisation, l'établissement présentateur retient un coût moyen pondéré de base de 9,8% à comparer à un taux de 9,79 % dans le cadre de notre analyse ainsi que des primes spécifiques par pays déterminées à partir des spreads sur les emprunts souverains.

SOCIETE GENERALE retient notamment une prime de risque plus élevée (8,1% vs 6,4%) et un bêta désendetté également plus élevé (1 vs 0,76). Ces écarts sont compensés par la prime de taille retenue par nos soins que la banque intègre dans le bêta et un ratio de dettes sur fonds propres cible (« gearing ») plus élevé que celui que nous avons retenu par référence à l'endettement net estimé à fin 2013 (20% vs 10,5%).

Sur ces bases, SOCIETE GENERALE retient une valeur par action de 6.027 € à comparer à notre valeur centrale sur ce critère de 6.202 €, l'écart entre ces deux valeurs étant peu significatif.

5.2.2. Comparables boursiers (méthode retenue à titre d'information)

SOCIETE GENERALE retient la seule société EUROGERM alors que nous retenons un échantillon élargi à des acteurs intervenants dans le secteur des ingrédients et des arômes. Tel qu'indiqué précédemment, la difficulté de constituer un échantillon de sociétés comparables limite la pertinence de cette analyse. Les capitalisations boursières retenues par la banque sont déterminées sur des moyennes de cours 3 mois alors que nous retenons des moyennes de cours 1 mois. Elle retient le consensus I/B/E/S alors que nous retenons celui de Factset.

Les valeurs par action présentées par SOCIETE GENERALE sur la base des seuls multiples d'EUROGERM s'établissent dans une fourchette de 6.220 € à 6.682 € alors que nous présentons de notre côté une fourchette de valeurs sur un échantillon élargi de 7.326 € à 7.602 €.

5.2.3. Approche par l'actualisation des flux de dividendes

SOCIETE GENERALE a mis en œuvre cette méthode en retenant une approche différente de celle que nous avons retenue. En effet, SOCIETE GENERALE a retenu une actualisation des dividendes futurs de FALA en supposant une remontée de 95% des résultats nets estimés de ses participations et une distribution de 100% des résultats futurs de FALA à partir de 2015, et en retenant un taux d'actualisation égal au coût des fonds propres.

Cette approche est en partie redondante avec l'approche par le DCF visée ci-dessus, cette dernière permettant à notre avis d'appréhender plus précisément les perspectives de création de valeur des participations de FALA et la trésorerie nette retraitée de la holding.

Les résultats de cette approche conduisent à une fourchette de valeurs par action de 3.902 € à 4.633 €

5.2.4. Références de valeurs : transactions sur le capital et cours de bourse

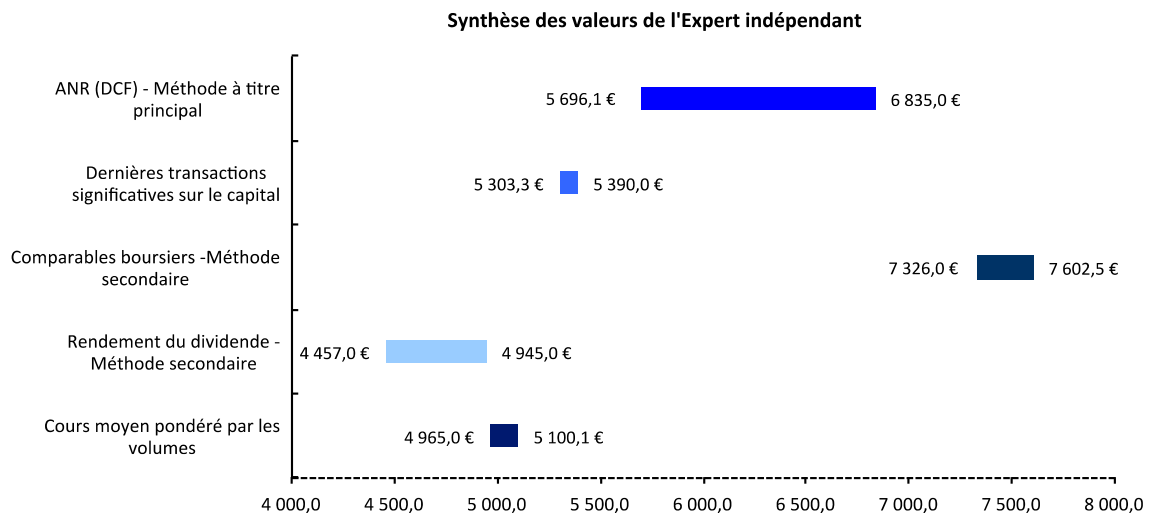
SOCIETE GENERALE ne retient pas la référence aux dernières transactions sur le capital au motif qu'elles sont intervenues il y a plus de 12 mois.

Concernant le cours de bourse, nos analyses et appréciations sur son évolution et sa pertinence sont similaires.

6. Appréciation du caractère équitable du prix offert

6.1. Synthèse des résultats de l'approche d'évaluation mise en œuvre

En synthèse, il ressort de l'approche multicritères mise en œuvre, incluant les différentes références retenues, une valeur de l'action FALA dans une fourchette de 5.696 € à 6.835 € si l'on se réfère à la méthode retenue à titre principal et dans une fourchette de 4.457 € à 7.602 € si l'on inclut les méthodes et références retenues à titre secondaire :



6.2. Primes et décotes induites

L'analyse comparée des valeurs retenues avec celles de SOCIETE GENERALE et les primes et décotes induites se résume comme suit :

Montants en €	Valeur par action				Prime/(Décote)			
	Société Générale		Advisorem		Société Générale		Advisorem	
	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.
A titre principal (pour l'Expert indépendant)								
ANR (Actualisation des flux de trésorerie - DCF)	5 519	6 659	5 696	6 835	20,7%	0,0%	16,9%	-2,6%
Dernières transactions significatives sur le capital								
. Rachat des blocs familiaux - OPAS - janvier 2011			5 390				23,6%	
. Acquisition d'un bloc de 751 actions - mai 2012			5 303				25,6%	
A titre secondaire (pour l'Expert indépendant)								
Comparables boursiers	6 220	6 682	7 326	7 602	7,1%	-0,3%	-9,1%	-12,4%
Méthode du rendement du dividende			4 457	4 945			49,4%	34,7%
Actualisation des dividendes futurs	3 902	4 633			70,7%	43,8%		
Cours de bourse	4 955	5 153	4 965	5 100	34,4%	29,2%	34,1%	30,6%

6.3. Conclusion sur la caractère équitable du prix offert

Notre intervention en qualité d'expert indépendant, faisant suite à la décision du Conseil d'administration de FALA du 30 août 2013, s'inscrit dans le cadre des dispositions des articles 261-1 I 1° et 261-1 II du règlement général de l'AMF, au titre du contrôle de la société par l'initiateur impliquant un risque de conflit d'intérêts au sein du Conseil de d'administration de FALA, ainsi que dans le cadre de la mise en œuvre du retrait obligatoire.

Elle a pour objet l'appréciation du caractère équitable du prix offert aux actionnaires minoritaires de FALA par LESAFFRE & CIE dans le cadre de la procédure d'offre publique de retrait prévue à l'article 236-3 du règlement général de l'AMF et de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article 237-1 du même règlement.

Le prix offert aux actionnaires minoritaires s'établit à 6.660 € par action FALA.

Cette opération s'inscrit dans le prolongement du rachat par LESAFFRE & CIE des blocs détenus par les actionnaires familiaux historiques de FALA, en janvier 2011, suivie d'une OPAS ayant conduit LESAFFRE & Cie à détenir 92,94% du capital. L'ensemble de ces opérations a été réalisé au prix de 5.390 € par action. Ensuite, LESAFFRE & CIE a procédé à l'acquisition en mai 2012 d'un bloc de 751 actions représentatif de 3,76% du capital de FALA, au prix de 5.303,3 € par action, la conduisant à détenir aujourd'hui 97,7 % du capital de la société.

Le prix offert fait par conséquent ressortir une prime de 25,6% par rapport au prix payé pour l'acquisition de ce dernier bloc, et de 23,6% sur le prix offert dans le cadre de l'OPAS.

Il convient néanmoins d'observer que la société n'a pas distribué au cours de ces dernières années l'intégralité de ses résultats et la trésorerie accumulée entraîne mécaniquement une augmentation des valeurs de référence par rapport à celles qui avaient été arrêtées début 2011. A contrario, les conditions économiques dans certains pays de la zone Euro et en particulier dans le sud de l'Europe ont continué de se dégrader depuis début 2011 et si le secteur de la levure entre dans la filière de production de produits de base, il n'en reste pas moins affecté par cette crise économique ; des reculs de la consommation étant observés dans certaines zones géographiques. Néanmoins, le groupe LESAFFRE continue à avoir des objectifs ambitieux sur ses marchés, qui ont été traduits dans les données prévisionnelles qui nous ont été communiquées.

*Par conséquent, nous avons considéré que la valeur intrinsèque de l'action FALA devait être appréhendée principalement à partir de son actif net réévalué (ANR) issu de l'évaluation de son portefeuille de participations, fondée sur l'actualisation de leurs flux de trésorerie futurs, en retenant des plans d'affaires qui tiennent compte des objectifs fixés par le groupe LESAFFRE à ses participations et des tendances les plus récentes observées. A l'issue de la mise en œuvre de cette méthode et hors prise en compte de toute décote de holding, nous avons retenu une valeur centrale de l'action FALA de 6.202 €, comprise dans une fourchette de 5.696 € à 6.835 €. Le prix offert fait ainsi ressortir **une prime de 7,4% sur la valeur centrale retenue**, une décote de 2,6% sur la valeur haute et une prime de 16,9% sur la valeur basse de notre analyse de sensibilité.*

Par ailleurs, nous avons relevé que le cours de bourse de FALA ne constituait pas une référence pertinente, compte tenu des volumes insignifiants échangés sur le titre. Néanmoins, à titre d'information, sur la base du cours moyen pondéré par les volumes observé sur 1 an, soit 5.100 €, le prix offert fait ressortir un prime de 30,6% et sur la base du dernier cours au 29 octobre 2013, soit 4.965 €, le prix offert fait ressortir une prime de 34,1%.

Enfin, à défaut de pouvoir identifier des sociétés cotées directement comparables à FALA, nous avons mis en œuvre, à titre secondaire, une approche fondée sur des multiples issus d'un échantillon de sociétés cotées, présentant des similitudes en termes d'activités à celles des participations de FALA. Les multiples de valorisation induits ont donc une pertinence limitée dans le cadre de la présente évaluation.

Sur la base de ces multiples, la valeur de l'action FALA se situerait dans une fourchette de 7.326 € à 7.602 € avant prise en compte de toute décote de holding. Le prix offert fait ainsi ressortir une décote de 9,1% à 12,4% sur ces valeurs, très inférieure aux décotes de holding généralement constatées, et qui n'est pas, en raison également des limites susvisées, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix offert dans le cadre de ce retrait obligatoire.

Enfin et également à titre secondaire, en raison de la pertinence limitée du cours de bourse de l'action FALA, nous avons approché, la valeur de l'action par référence à son rendement historique sur une période relativement longue, en supposant un maintien de la politique de distribution de FALA par son actionnaire majoritaire. Le prix d'offre fait ressortir des primes respectivement de 34,7% et 49,4% sur les bornes supérieure et inférieure de notre fourchette de valeurs.

Par conséquent, à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix de 6.660 € par action FALA que LESAFFRE & CIE propose dans le cadre de la présente offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la société FALA.

*Fait à Paris, le 4 novembre 2013
Eric LE FICHOUX*

ANNEXE AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

1. Présentation d'ADVISOREM

ADVISOREM est une société par actions simplifiée inscrite au Tableau de l'Ordre des Experts Comptables de Paris Ile-de-France. Elle intervient principalement dans les contextes suivants :

- Opérations de marché (expertise indépendante) ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises (due diligence, évaluation) ;
- Apports et fusions (évaluation ou contrôle des opérations) ;
- Litiges et arbitrages.

2. Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées au cours des 18 derniers mois

ADVISOREM est intervenue en qualité d'Expert indépendant au cours des 18 derniers mois sur les opérations suivantes :

Date du rapport	Type d'opération	Initiateur	Cible	Etablissement présentateur
20-juil-12	OPR/RO	Fibertex Nonwovens A/S	Fibertex Nonwovens SA (ex Tharreau Industries)	Aurel BGC
20-déc-12	OPA	Eurofins Discovery Services Lux Holding	Cerep SA	Banque Palatine

3. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

ADVISOREM est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général.

ADVISOREM applique des procédures visant à éviter les situations de conflit d'intérêts, garantir son indépendance et contrôler la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

4. Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 45.000 €, hors taxes, frais et débours.

5. Description des 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 du 25 juillet 2006 et de la recommandation de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Le programme de travail suivant a été mis en œuvre :

- Travaux préparatoires :
 - Prise de connaissance du contexte dans la perspective de l'acceptation de la mission ;
 - Orientation des travaux ;
 - Rédaction de la lettre de mission ;

- *Travaux d'évaluation :*
 - Collecte et prise de connaissance des informations publiques sur la société, ses participations et leur environnement ;
 - Prise de connaissance détaillée des notes d'information établies dans le cadre de l'OPAS réalisée en juin 2011 ;
 - Prise de connaissance détaillée de l'activité par discussions avec le management à Marcq-en-Baroeul ;
 - Analyse des principales forces, faiblesses, menaces et opportunités de FALA ;
 - Prise de connaissance des informations financières historiques ;
 - Revue et analyse des données prévisionnelles issues du budget et du plan stratégique du groupe et entretiens avec le management du groupe LESAFFRE ;
 - Mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères :
- *Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels issus du plan stratégique du groupe LESAFFRE, des entretiens avec son management et de la détermination des paramètres clefs (variables clefs, taux d'actualisation et taux de croissance) ;*
- *Recherches sur la base de données Infancials et analyse des comparables boursiers potentiels ;*
- *Recherches sur la base de données Emat d'Epsilon Research relatives à des transactions intervenues dans le secteur de la levure ;*
- *Recherches sur la base de données sectorielle Xerfi ;*
- *Analyse de l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés sur le titre FALA ;*
- *Analyse des transactions intervenues sur le capital de la société depuis la sortie des actionnaires familiaux historiques et de l'OPAS en janvier 2011 ;*
- *Analyse sur les décotes de holding constatées sur le marché par référence aux ANR publiés par les sociétés ;*
 - *Prise de connaissance détaillée du rapport d'évaluation et des éléments d'appréciation des conditions de l'opération présentées par l'établissement présentateur de l'offre, analyses et entretiens avec ses représentants ;*
- *Travaux de synthèse :*
 - *Rédaction du rapport ;*
 - *Obtention d'une lettre d'affirmation auprès du groupe LESAFFRE ;*
 - *Revue indépendante ;*

6. Calendrier de l'étude

9 juillet 2013	Réunion de présentation d'ADVISOREM avec Madame Anne BECKER, Président du Conseil d'administration de FALA et Madame Isabelle BATTIST-FOSSE, Administrateur de FALA
15 juillet 2013	Préparation d'un budget détaillé et de la lettre de mission
30 août 2013	Conseil d'administration de FALA approuvant la désignation d'ADVISOREM en qualité d'expert indépendant
9 au 26 septembre 2013	Collecte et prise de connaissance des premiers éléments d'information relatifs à l'opération et à FALA incluant des travaux de recherches sur bases de données
24 septembre 2013	Première prise de contact avec la banque présentatrice
27 septembre 2013	Réunion à Marcq-en-Baroeul avec des représentants du groupe LESAFFRE et obtention des données budgétaires et des données prévisionnelles issues du plan stratégique du groupe
30 septembre 2013	Obtention d'informations complémentaires sur les données financières des participations de FALA issues du reporting du groupe à

	<i>fin août 2013</i>
<i>1^{er} au 4 octobre 2013</i>	<i>Revue détaillée des données prévisionnelles et construction d'un modèle d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie au travers d'une approche dite « bottom up »</i>
<i>4 octobre 2013</i>	<i>Echanges avec la direction du contrôle de gestion du groupe LESAFFRE sur les principales hypothèses qui sous-tendent le plan stratégique et les perspectives à plus long terme</i>
<i>7 au 22 octobre 2013</i>	<i>Mise en œuvre de l'approche d'évaluation multicritères</i>
<i>10 octobre 2013</i>	<i>Conférence téléphonique avec SOCIETE GENERALE et échanges sur l'avancement de nos travaux respectifs</i>
<i>16 octobre 2013</i>	<i>Réunion de travail avec Monsieur Patrick BERTHON, Président du comité d'audit et administrateur indépendant de FALA</i>
<i>21 octobre 2013</i>	<i>Echanges complémentaires avec la direction financière du groupe LESAFFRE</i>
<i>21 octobre 2013</i>	<i>Obtention et analyse du premier projet de rapport d'évaluation de SOCIETE GENERALE</i>
<i>21 au 24 octobre 2013</i>	<i>Préparation du projet de rapport de l'expert indépendant</i>
<i>23 octobre 2013</i>	<i>Conférence téléphonique avec SOCIETE GENERALE et communication des remarques sur son projet de rapport</i>
<i>24 octobre 2013</i>	<i>Réunion de travail interne relative à la mise en œuvre de la procédure de revue indépendante des travaux effectués et du projet de rapport</i>
<i>25 au 29 octobre 2013</i>	<i>Obtention du rapport de SOCIETE GENERALE, prise en compte des remarques et commentaires à l'issue de la revue indépendante et finalisation d'un projet de rapport</i>
<i>30 octobre 2013</i>	<i>Réunion préparatoire au Conseil d'administration de FALA en présence de Madame Anne BECKER, Madame Isabelle BATTIST-FOSSE et Monsieur Patrick BERTHON.</i>
<i>31 octobre 2013</i>	<i>Obtention du projet de note d'opération conjointe et de la présentation des éléments d'appréciation du prix d'offre</i>
<i>31 octobre 2013</i>	<i>Obtention d'une lettre d'affirmation du groupe LESAFFRE et communication d'un projet de rapport</i>
<i>4 novembre 2013</i>	<i>Présentation du rapport de l'expert indépendant au Conseil d'administration de FALA</i>

7. Liste des personnes rencontrées

Nous avons rencontré et/ou échangé avec les personnes suivantes :

7.1. FALA et sa maison mère LESAFFRE & CIE

- Madame Anne BECKER, Présidente du Conseil d'administration de FALA,
- Monsieur Jean-Louis MEURANT, Directeur Général de FALA,
- Monsieur Patrick BERTHON, Administrateur indépendant et président du comité d'audit de FALA,
- Madame Isabelle BATTIST-FOSSE, Responsable juridique du groupe LESAFFRE et Administrateur de FALA,
- Monsieur Bertrand de WAEGENEIRE, Directeur des Financements du groupe LESAFFRE,
- Monsieur Guillaume HANNE, Directeur contrôle de gestion et consolidation du groupe LESAFFRE,
- Monsieur Laurent XARDEL, Administrateur de FALA,
-

7.2. SOCIETE GENERALE, établissement présentateur de l'offre

- Monsieur Pascal BRIDIER, Directeur M&A,
- Monsieur Maxime LECORPS, Directeur adjoint CGM,
- Madame Aziza HADDAR, Manager M&A,
- Monsieur Anthony GUILLEN, Analyste M&A,

7.3. Conseils des sociétés

- Maître Emmanuelle SCHWAB-GYSS, conseil de FALA,
- Maître Guillaume KESSLER, conseil de LESAFFRE & CIE.

8. Sources d'informations utilisées

8.1. Informations communiquées par les sociétés FALA et LESAFFRE & CIE

- Organigramme du groupe FALA (et consultation à titre confidentiel de l'organigramme du groupe LESAFFRE) ;
- Bilans prévisionnels, comptes de résultat prévisionnels et tableaux de flux de trésorerie des différentes sociétés du périmètre FALA à l'horizon 2016 avec mise en perspective des données réelles de 2009 à 2012 ;
- Synthèse de l'endettement brut et net de FALA ;
- Extrait d'un document relatif à un emprunt obligataire contracté par le groupe LESAFFRE constituant la référence du coût d'endettement à retenir ;
- Derniers comptes annuels et rapports de gestion des participations directes de FALA ;
- Contrats de cessions intervenues entre les groupes familiaux historiques de FALA et LESAFFRE & Cie du 14 janvier 2011 ;
- Documentation relative à la cession de bloc intervenue en mars 2012 (échanges de courriers et d'e-mails et ordre de confirmation de l'exécution de l'ordre sur le marché) ;
- Récapitulatifs des autres actions FALA acquises sur le marché depuis janvier 2011 ;
- Analyse de décembre 2002 relative à l'absence de publication de comptes consolidés ;
- Statuts et K-bis de FALA ;
- Procès-verbaux des conseils d'administration de FALA de 2011 à 2013 ;
- Compte-rendu des réunions du comité d'audit de FALA ;
- Procès-verbaux des assemblées générales de FALA de 2011 à 2013 ;
- Courrier porté à la connaissance de LESAFFRE à l'occasion de l'OPAS de 2011 émanant d'un actionnaire minoritaire de FALA faisant valoir une transaction intervenue sur SILF en 2003 (cf. développements dans le corps du présent rapport).

8.2. Informations de marché

- Rapports financiers annuels de FALA au titre des exercices 2003 à 2012 et rapport financier semestriel au 30 juin 2013 ;
- Notes d'opérations sur l'offre publique d'achat simplifiée (ci-après « l'OPAS ») visant les actions FALA du 1er février 2011 ;
- En complément de la documentation et des informations qui nous ont été transmises par les sociétés parties à l'opération, nous avons eu recours aux bases de données financières Corporate Focus Premium d'Infinancials, Emat d'Epsilon Research et XERFI 700.

8.3. Informations communiquées par SOCIETE GENERALE

- Rapport d'évaluation de 2011 dans le cadre de l'OPAS ;
- Rapport d'évaluation préparé dans le cadre de la présente opération.

9. Personnel associé à la réalisation de la mission

- *La présente mission a été réalisée par Eric LE FICHOUX, Président d'ADVISOREM, Expert comptable, Commissaire aux comptes et Expert près la Cour d'appel de Paris, assisté ponctuellement de Cyril VERNIER, Expert-comptable, Commissaire aux comptes et chargé d'enseignement au sein des facultés de Paris Sud et d'Evry (associé d'ACCURATIO).*
- *La revue indépendante a été effectuée par Olivier GRIVILLERS, Expert-comptable et Commissaire aux comptes (associé d'HAF Audit & Conseil), membre de l'APEI.*

6. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 4 novembre 2013, dans les Salons de l'Aéro-Club de France, 6 rue Galilée à 75116 Paris, sur convocation faite conformément aux statuts, afin d'examiner les termes et conditions de l'Offre et du Retrait Obligatoire et rendre son avis motivé.

Préalablement à la réunion, les administrateurs ont notamment eu connaissance :

- du projet de note d'information conjointe entre Lesaffre & Cie et la Société,
- du projet de document concernant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société,
- de la synthèse des travaux de l'expert indépendant, le cabinet Advisorem,
- du projet de communiqué relatif à l'information financière concernant le troisième trimestre 2013.

L'ensemble des membres qui composent le conseil d'administration était présent ou représenté à la réunion.

Le cabinet Advisorem, représenté par Monsieur Eric LE FICHOUX, expert indépendant, invité à la réunion, était présent.

Aux termes de la discussion, le conseil d'administration, a rendu l'avis motivé suivant :

« Le Conseil d'administration, après avoir pris connaissance des différents documents qui lui ont été présentés et entendu l'exposé du Président, ainsi que les conclusions du rapport de l'expert indépendant en date du 4 novembre 2013 désigné en application des articles 261-1-I 1°) et 261-1-II du Règlement Général de l'AMF,

- *a pris acte des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le projet de note d'information conjointe,*
- *a pris acte du chapitre 4 du projet de note d'information conjointe relatif aux éléments d'appréciation du prix de l'OPR-RO ressortant à 6.660 euros par action. Dans le cadre de ses travaux, la Société Générale a réalisé une évaluation de la Société sur la base d'une approche multicritères comprenant les méthodes d'évaluation usuelles tout en tenant compte des spécificités de FALA, de sa taille et de son secteur d'activité. Les méthodologies suivantes ont été retenues par la Société Générale à titre principal : (i) l'actif net réévalué visant à évaluer les participations de FALA par la méthode d'actualisation des flux futurs (ii) l'actualisation des dividendes futurs, et (iii) l'approche par le cours de bourse. Dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, aucune décote de holding n'a été appliquée par la Société Générale à la valeur de FALA induite des différentes méthodes.*

- *a pris acte de la conclusion du rapport de l'expert indépendant indiquant qu'« [...] à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix de 6.660 euros par action FALA que LESAFFRE & CIE propose dans le cadre de la présente offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la société FALA. »*

En conséquence, après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, statuant à la majorité des membres présents et représentés, approuve le projet d'OPR-RO tel qu'il lui a été présenté et considère que le projet d'OPR-RO, au prix de 6.660 euros par action, est conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires. Il est précisé que FALA n'a aucun salarié.

Compte tenu de l'opportunité qu'elle présente et du caractère équitable du prix proposé dans le cadre de l'OPR-RO tel que cela résulte du rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'administration, à la majorité des membres présents et représentés, recommande aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'OPR-RO.

Il est toutefois précisé que se sont abstenus lors du vote, les membres du Conseil d'administration suivants : Madame Anne Becker, Madame Yvette Mikol représentée par Monsieur Patrick Berthon, Monsieur Guy Becker, Monsieur Humphrey Becker et Monsieur Patrick Berthon qui, bien que favorables à l'OPR-RO et tout en considérant que le prix proposé est conforme à l'intérêt de la Société et des actionnaires minoritaires, s'étonnent d'un niveau de prime significativement supérieur à celui proposé lors de l'OPAS de 2011 qui envisageait alors un éventuel retrait obligatoire.

Les membres du Conseil d'administration qui ne détiennent pas d'autres actions de la Société que celles strictement nécessaires à l'exercice de leurs fonctions n'apporteront pas leurs actions à l'OPR-RO. »

7. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR ET A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables des sociétés LESAFFRE & CIE et de FALA feront l'objet de deux documents d'information spécifiques déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

8.1 Pour l'Initiateur « LESAFFRE & CIE »

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

Monsieur Antoine Baule
Directeur Général de LESAFFRE & CIE

8.2 Pour la société visée « FALA »

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

Monsieur Jean-Louis Meurant
Directeur Général de FALA

8.3 Pour la banque présentatrice de l'Offre

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

Société Générale