

PROJET DE NOTE D'INFORMATION
ÉTABLI PAR



EN RÉPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT SES ACTIONS
INITIÉE PAR



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 7 juin 2018, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général, et a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 dudit règlement.

L'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE
RESTENT SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF.

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Eight Advisory, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur le site Internet de Naturex (<http://www.naturex.fr>) (la « **Société** ») ainsi que sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de la Société, 250 rue Pierre Bayle BP 81218 - 84911 Avignon.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-après).

Conseils financiers de Naturex



SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	1
1.1	Présentation de l'Offre	1
1.2	Contexte de l'Offre	2
1.3	Motifs de l'Offre	3
1.4	Nombre et nature des titres visés par l'Offre	4
1.5	Principales autres caractéristiques de l'Offre	5
1.6	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	6
1.7	Procédure d'apport à l'Offre	8
1.8	Publication des résultats de l'Offre	9
1.9	Situation des titulaires d'options de souscription	9
1.10	Situation des titulaires d'actions de performance	10
1.11	Liquidité des Actions de Performance et des actions résultant de l'exercice des Options de Souscription	10
1.12	Calendrier indicatif	11
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	12
3.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	16
4.	INTENTION DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES	16
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	16
6.	AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE	17
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	18
8.	ÉLÉMENTS RELATIFS À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	18
8.1	Structure et répartition du capital de la Société	18
8.2	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	19
8.3	Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions	19
8.3.1	Restrictions à l'exercice du droit de vote	19
8.3.2	Restrictions aux transferts d'actions	20
8.4	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	20
8.5	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société	20
8.6	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	20

8.7	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	20
8.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de la Société, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	20
8.8.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de la Société	20
8.8.2	Règles applicables à la modification des statuts de la Société	21
8.9	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	21
8.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	25
8.11	Accords prévoyant des indemnités pour le président-directeur général, les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique	25
9.	INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ	25
10.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE	25

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 et 234-2 du règlement général de l'AMF, Givaudan SA, une société anonyme de droit suisse au capital de 92 335 860 CHF dont le siège social est situé Chemin de la Parfumerie 5 - 1214 Vernier (Suisse) et immatriculée au registre de commerce de Genève (Suisse) sous le numéro d'identification des entreprises CHE-100.284.341 (l'« **Initiateur** » ou « **Givaudan** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Naturex, une société anonyme au capital de 14.353.426,50 euros dont le siège social est situé 250, rue Pierre Bayle, BP 81218 84911 Avignon (France), immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Avignon sous le numéro 384 093 563 (la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code FR0000054694, d'acquérir la totalité de leurs actions de la Société au prix de 135 euros par action (le « **Prix de l'Offre** »), payable exclusivement en espèces (l'« **Offre** »).

L'Offre porte ainsi sur :

- la totalité des actions de la Société en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, à l'exception des actions auto-détenues, sur la base d'un nombre total de 9.568.951 actions de la Société composant son capital social au 4 juin 2018 ;
- les actions supplémentaires (i) susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre ré-Ouverte à raison de l'exercice d'options de souscription d'actions de la Société ou d'actions de performance attribuées à des salariés et mandataires sociaux de la Société et ses filiales et (ii) ne faisant pas l'objet d'une indisponibilité.

L'Offre sera ouverte pour une durée initiale de 25 jours de négociation.

Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales, réglementaires ou contractuelles applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les actions suivantes ne pourront pas être apportées à l'Offre :

- les actions qui seront émises à la suite de l'exercice d'options de souscription et dont la période d'indisponibilité n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre ré-ouverte ;
- les actions de performance attribuées aux salariés et mandataires sociaux de la Société ou de ses filiales, conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 à L. 225-197-6 du Code de commerce, dont la période d'acquisition ou de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Ré-ouverte (les « **Actions de Performance** »).

Ci-après ensemble (les « **Actions Indisponibles** »).

Les titulaires d'Actions Indisponibles se sont vus proposer un engagement de liquidité dans les termes exposés ci-après.

En application des dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à la date de la clôture de l'Offre, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, un nombre d'actions de la Société représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50%.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, a déposé auprès de l'AMF, le 7 juin 2018, un projet de note d'information relatif à l'Offre (le « **Projet de Note d'Information** »), étant précisé que BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans ce cadre.

Les termes de l'Offre sont décrits de manière plus exhaustive dans la section 2 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur

1.2 Contexte de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre de la conclusion par l'Initiateur, le 26 mars 2018, d'un contrat d'acquisition hors marché portant, directement et indirectement, sur 3.872.645 actions de la Société, représentant au 4 juin 2018 un total de 40,47% du capital social et 44,64% des droits de vote de la Société après prise en compte de la perte des droits de vote double attachés aux actions acquises directement (les « **Blocs d'Actions** »). Les Blocs d'Actions ont été acquis directement auprès de Caravelle, de première part, Finasucré, Monsieur Paul Lippens et Monsieur Olivier Lippens, de deuxième part, et, indirectement, par l'acquisition de 100% du capital de la société par actions simplifiée SGD auprès de Finasucré, Iscal Sugar et Unigrains, de troisième part.

La réalisation de l'acquisition des Blocs d'Actions était uniquement subordonnée à l'obtention des autorisations des autorités compétentes en matière de contrôle de concentration.

Le 26 mars 2018, l'Initiateur a par ailleurs conclu, avec la Société, un protocole d'accord prévoyant les principaux termes et conditions d'un projet de rapprochement entre l'Initiateur et la Société prenant la forme, à l'issue de l'acquisition des Blocs d'Actions, d'une offre publique d'achat (le « **Protocole d'Accord** »).

Ce Protocole d'Accord contient certaines stipulations concernant la gestion de la Société selon le cours normal des affaires durant la période d'Offre. Dans le cadre de ce Protocole d'Accord, l'Initiateur et la Société se sont engagés à faire leurs meilleurs efforts pour coopérer l'un avec l'autre dans le cadre des travaux de l'expert indépendant, de la préparation de la documentation relative à l'Offre et de la réalisation de l'Offre, et notamment en vue d'obtenir toutes les autorisations réglementaires nécessaires en matière de concentration.

La Société s'est par ailleurs engagée à ne pas (i) solliciter, encourager ou entreprendre une quelconque démarche en vue de la formulation d'une offre alternative par une personne autre que l'Initiateur, ou (ii) participer à des discussions ou négociations ou prendre une quelconque initiative en vue de faciliter la formulation d'une offre alternative par une personne autre que l'Initiateur, ou (iii) sous réserve des cas où une communication serait nécessaire conformément aux lois et règlements, faire ou permettre à un tiers de faire une quelconque déclaration, recommandation ou sollicitation relative à une offre alternative par une personne autre que l'Initiateur.

L'acquisition sous condition suspensive des Blocs d'Actions et la conclusion du Protocole d'Accord ont fait l'objet d'un communiqué de presse diffusé par la Société le 26 mars 2018. Cette publication a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 26 mars 2018 sous le numéro D&I 218C0638.

Le 27 avril 2018, conformément aux articles L. 2323-35 et suivants du Code du travail, la procédure d'information-consultation des instances représentatives du personnel de la Société a été initiée. Le comité d'entreprise de la Société a rendu à l'unanimité un avis positif sur l'Offre le 24 mai 2018, tel que décrit ci-après.

Le 4 juin 2018, l'Initiateur a acquis la propriété des Blocs d'Actions.

Préalablement à l'acquisition des Blocs d'Actions, l'Initiateur ne détenait aucune action de la Société.

L'acquisition des Blocs d'Actions a conduit l'Initiateur à franchir à la hausse les seuils de 30% du capital et des droits de vote de la Société. Le dépôt du projet d'Offre revêt donc un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux termes du contrat d'acquisition des Blocs d'Actions, Messieurs Paul Lippens, Olivier Lippens et Madame Lorène Martel ont démissionné de leurs fonctions de membres du conseil d'administration de la Société le 4 juin 2018 avec effet immédiat.

Le conseil d'administration de la Société réuni le 6 juin 2018 a nommé Monsieur Daniel Chéron en qualité de nouveau président du conseil d'administration, a approuvé le projet d'Offre et a considéré que ce projet est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et a recommandé aux actionnaires d'apporter leurs actions Naturex à l'Offre.

1.3 Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans un but de poursuite et de développement de l'activité de la Société. La politique industrielle envisagée par Givaudan pour la Société devrait donc reposer sur le développement des activités de la Société au-delà de ses frontières actuelles.

L'opération offrirait à la Société des perspectives de développement à très court terme grâce :

- aux besoins internes de Givaudan en matière de produits naturels ;
- au portefeuille de clients de Givaudan, qui constitueraient autant de nouveaux clients potentiels pour la Société.

L'acquisition de la Société par Givaudan vise ainsi le développement tant des activités de Givaudan dans son ensemble, que de la Société individuellement.

À l'issue de l'Offre, Givaudan dans son ensemble compterait près de 14.000 employés avec un chiffre d'affaires d'environ 4,7 milliards d'euros.

La couverture géographique cumulée de Givaudan et de la Société permettrait de profiter pleinement des marchés à fort potentiel, situés notamment dans les pays émergents, leur offrant ainsi le bénéfice de

nouveaux débouchés et de nouveaux relais de croissance. Elle permettrait, en outre, à Givaudan de répondre aux demandes de ses clients en matière d'arômes naturels et de s'ancrer dans la tendance du développement durable.

Givaudan est le leader mondial sur son marché, celui des arômes et fragrances synthétiques. De son côté, la Société est l'un des leaders mondiaux des ingrédients naturels de spécialité d'origine végétale tant pour les métiers de la beauté que de la nutrition.

La forte complémentarité des activités de Givaudan et de la Société permettrait de diversifier leurs débouchés. Cette diversification permettrait d'assurer une meilleure stabilité des revenus, voir un accroissement de l'activité de la Société en exploitant au mieux ses potentialités.

La synergie des expertises entre la Société et Givaudan pourrait également permettre de travailler sur le développement de nouveaux produits intégrant à la fois ingrédients naturels et arômes.

D'un point de vue financier, si ce rapprochement devrait permettre aux deux groupes d'accélérer leur développement, le montant des synergies potentielles de revenus est difficile à chiffrer à ce stade.

1.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société (i) qui sont d'ores et déjà émises (à l'exception des actions détenues directement ou indirectement par l'Initiateur et de celles auto-détenues par la Société), soit au 4 juin 2018, un nombre de 5.691.669 actions, et (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre ré-Ouverte à raison de l'exercice des options de souscription d'actions de la Société, soit au 4 juin 2018, un nombre de 3.510 actions, déterminé comme suit :

actions existantes	9.568.951
actions susceptibles d'être émises par l'exercice d'option de souscription et apportées à l'Offre	3.510
<i>moins</i> actions détenues directement ou indirectement par l'Initiateur	3.872.645
<i>moins</i> actions auto-détenues par la Société	4.637
Total	5.695.179 ¹

¹ Sous réserve des éventuelles levées des indisponibilités prévues par les dispositions légales, réglementaires ou contractuelles en cas de décès ou d'invalidité concernant les options de souscription du Plan n°17 et des Actions de Performance.

1.5 Principales autres caractéristiques de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir en espèces les actions de la Société au prix de 135 euros par action.

En application des dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à la date de la clôture de l'Offre, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, un nombre d'actions de la Société représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50%. La détermination de ce seuil suit les règles fixées à l'article 234-1 du règlement général de l'AMF. L'atteinte du seuil de caducité ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre qui interviendra après la clôture de cette dernière. Si le seuil de caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et, en conséquence, les actions de la Société apportées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits propriétaires.

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une décision de conformité de l'Offre après s'être assurée de la conformité de celle-ci aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa par l'AMF de la note d'information et de la note en réponse.

La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF (la « **Note en Réponse** ») et le document « Autres Informations » (voir section 8 ci-après) seront déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront disponibles sur le site Internet de la Société (<http://www.naturex.fr>) ainsi que sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de la Société, 250 rue Pierre Bayle BP 81218 - 84911 Avignon.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités de l'Offre, incluant le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant 25 jours de bourse.

En application de l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a précisé dans le Projet de Note d'Information avoir l'intention de procéder au retrait obligatoire et à la radiation des actions de la Société de la cote d'Euronext Paris dans le cas où les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre.

L'Initiateur a également précisé, dans l'hypothèse où le retrait obligatoire ne pourrait pas être mis en œuvre dans les conditions visées ci-avant, l'Initiateur se réserve la possibilité, s'il venait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, de concert, au moins 95% des droits de vote de la Société, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie, dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires ne détiendraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote à l'issue de

celle-ci, d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société, dans les conditions des articles 236-1 et suivants et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur a également précisé, dans l'hypothèse où le retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre, qu'il se réserve la possibilité de demander, au nom de la Société, la radiation des actions Naturex du marché réglementé si les conditions prévues par les règles de marché édictées par Euronext Paris (article P 1.4.2 des règles particulières applicables aux marchés réglementés français) sont réunies.

Sauf dans le cas où l'Initiateur mettrait en œuvre le retrait obligatoire susmentionné dans les conditions des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF dans les 10 jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat de l'Offre, l'Offre sera automatiquement ré-ouverte dans les 10 jours de négociation suivant la publication de son résultat définitif si celle-ci connaît une suite positive, conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF. Les termes de l'Offre ré-ouverte seront identiques à ceux de l'Offre initiale.

L'AMF publiera un calendrier relatif à l'Offre ré-ouverte. L'Offre ré-ouverte aura une durée minimale de 10 jours de négociation.

Les ordres d'apport des actions de la Société à l'Offre ré-ouverte pourront être révoqués à tout moment jusque, y compris, à la date de clôture de l'Offre ré-ouverte, date au-delà de laquelle ils seront irrévocables.

Aucun frais ne sera remboursé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire des actionnaires de la Société ou à une quelconque personne sollicitant l'apport de ses actions la Société à l'Offre (et, le cas échéant, à l'Offre ré-ouverte).

1.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite aux actionnaires de la Société situés en France, en Suisse et aux États-Unis. Concernant les autres pays, l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, dans un pays où elle contreviendrait à ses lois et règlements (un « **Pays Faisant l'Objet de Restrictions** »), et l'Offre ne peut pas être acceptée à l'intérieur d'un Pays Faisant l'Objet de Restrictions. Par conséquent, les copies de ce document et de tout document l'accompagnant ne seront pas, et ne doivent pas être, directement ou indirectement, adressées par mail ou par tout autre moyen, distribuées ou envoyées dans ou à partir d'un Pays Faisant l'Objet de Restrictions lorsque cela contreviendrait aux lois de ce pays. Les personnes (y compris les dépositaires, les mandataires et les fiduciaires) recevant ce document, et tout document l'accompagnant, ne doivent pas l'adresser par mail ou par tout autre moyen, le distribuer ou l'envoyer dans ou à partir d'un Pays Faisant l'Objet de Restrictions car cela pourrait invalider toute prétendue acceptation de l'Offre.

La diffusion de ce document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions Naturex peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation ou de restrictions spécifiques (notamment la nécessité de déposer un prospectus ou d'accomplir les démarches requises par le droit local). L'Offre n'est pas ouverte ou soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire, ailleurs qu'en France et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens. Ni ce document, ni aucun document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue d'acquérir ou de vendre des titres financiers ou

ne constituent une sollicitation en vue d'une telle offre dans tout pays où une telle offre serait considérée comme illégale, ne pourrait être valablement faite (en-dehors de la France, de la Suisse et des États-Unis), ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit local. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France, en Suisse ou aux États-Unis ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis ; l'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement et ne pourra, en aucun cas, faire l'objet d'une acceptation depuis un Pays Faisant l'Objet de Restrictions.

En conséquence, les personnes en possession de ce document sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales qui pourraient éventuellement s'appliquer et doivent se conformer à ces restrictions et dispositions. Le non-respect de l'une de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables.

Si vous êtes résident aux États-Unis, vous devez prendre en considération les paragraphes suivants :

L'Offre est faite aux États-Unis conformément à la Section 14(e), et à la Règlementation 14E, de l'*Exchange Act* et par ailleurs conformément aux exigences du droit français.

L'Offre concerne les titres d'une société de droit français et est soumise aux exigences de procédure et d'information prévues par le droit français, qui sont différentes des exigences du droit américain. Par conséquent, l'Offre est assujettie à certaines exigences en matière de procédure et d'information, notamment en ce qui concerne les droits de retrait, les procédures de règlement et le calendrier des paiements, qui peuvent différer de ceux qui s'appliquent aux offres publiques d'achat faites aux États-Unis selon la procédure et la loi américaine. Selon les informations communiquées à Givaudan, il semblerait qu'aucune *American Depositary Shares* (Actions Américaines de Dépôt) représentant des actions Naturex n'ait été émise en vertu des *American Depositary Receipts* (Certificats Américains de Dépôt) dont bénéficiait Naturex et, par conséquent, l'Offre ne porte pas sur les *American Depositary Shares*.

Conformément à, et dans les limites autorisées par la loi applicable, la pratique normale du marché français et la Section 14e-5 de l'*Exchange Act*, Givaudan ou ses affiliés, ou ses mandataires ou ses courtiers (agissant en qualité d'agents) ou les affiliés des conseillers financiers de Givaudan peuvent occasionnellement acquérir, ou conclure des accords pour acquérir, des actions Naturex en dehors des États-Unis dans un autre cadre que l'Offre et avant ou pendant la période d'ouverture de l'Offre. Ces achats peuvent avoir lieu sur le marché des actions aux prix en vigueur ou dans le cadre de transactions privées à des prix négociés. Ces acquisitions, ou accords en vue d'acquérir, se conformeront à toutes les règles françaises applicables et à la Section 14e-5 de l'*Exchange Act*. Toute information sur ces acquisitions sera rendue publique aux États-Unis dans la mesure où cette information est rendue publique en France.

Il peut être difficile pour les actionnaires américains de la Société de faire valoir leurs droits ainsi que toute réclamation découlant des lois américaines sur les valeurs mobilières, car la Société et l'Initiateur ne sont pas situés aux États-Unis et que certains ou la totalité de leurs dirigeants et administrateurs peuvent ne pas être résidents d'un pays qui n'est pas soumis au droit américain. Les actionnaires américains peuvent ne pas être en mesure de poursuivre une société non américaine ou ses dirigeants ou

administrateurs devant un tribunal, qu'il soit ou non américain, pour violation des lois américaines sur les valeurs mobilières. De plus, il peut être difficile de contraindre une société non américaine et ses filiales de se soumettre au jugement d'un tribunal américain.

Ni la *Securities and Exchange Commission*, ni aucune des autorités de régulation financière des États-Unis ne se sont prononcées favorablement ou défavorablement au sujet de l'Offre, ni ne se sont prononcées sur le bien-fondé ou le caractère équitable de l'Offre ou ne se sont prononcées sur l'adéquation ou le caractère complet de l'information présentée dans ce document. Toute déclaration contraire constitue une infraction criminelle aux États-Unis.

1.7 Procédure d'apport à l'Offre

Les actions de la Société apportées à l'Offre (et, le cas échéant, à l'Offre Ré-ouverte) devront être libres de tout privilège, nantissement, gage, et d'une manière générale, ne devront faire l'objet d'aucune restriction concernant le transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions de la Société apportées à l'Offre ne respectant pas cette condition.

Conformément aux dispositions de l'article 232-2 du règlement général de l'AMF, les ordres d'apport des actions de la Société à l'Offre pourront être révoqués à tout moment jusque, y compris, le jour de la clôture de l'Offre, date au-delà de laquelle ils seront irrévocables.

Les actions de la Société inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront être converties au nominatif administré pour être apportées à l'Offre, à moins que leur titulaire ne demande la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander à Société Générale Securities Services dans les meilleurs délais la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

Les actionnaires de la Société, dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier et qui souhaiteraient apporter leurs actions dans les conditions proposées dans le cadre de l'Offre, devront remettre à leur intermédiaire financier teneur de compte un ordre d'apport à l'Offre, selon les modalités propres à leur intermédiaire financier, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

La centralisation des ordres d'apport des actions à l'Offre sera réalisée par Euronext Paris.

Les intermédiaires financiers devront, au plus tard à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les actions de la Société pour lesquelles ils auront reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de l'ensemble des ordres d'apport à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris procédera à la centralisation de l'ensemble des ordres et en communiquera le résultat à l'AMF.

1.8 Publication des résultats de l'Offre

L'Offre étant soumise à un seuil de caducité, l'AMF publiera un résultat provisoire dès qu'elle aura connaissance par Euronext Paris du total des titres déposés auprès d'elle par les intermédiaires aux fins de centralisation.

L'AMF sera en charge de publier le résultat définitif de l'Offre. Cette publication interviendra au plus tard 9 jours de négociation à l'issue de la clôture de l'Offre. En cas de suite positive de l'Offre, un avis d'Euronext Paris indiquera la date ainsi que les modalités de règlement-livraison de l'Offre.

Il est précisé qu'aucun intérêt ne sera dû aux personnes ayant apporté leurs actions de la Société à l'Offre pour la période comprise entre l'apport desdites actions à l'Offre et la date de règlement-livraison de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre ré-ouverte).

Le transfert de propriété des actions de la Société apportées à l'Offre interviendra à la date du règlement-livraison telle que précisé par un avis d'Euronext Paris, tous droits attachés aux actions Naturex étant transférés à cette date à l'Initiateur.

1.9 Situation des titulaires d'options de souscription

Au 4 juin 2018, le détail des 12.510 options de souscription d'actions de la Société en cours de validité (les « **Options de Souscription** ») figure ci-après :

	Plan n°16	Plan n°17
Date d'assemblée générale	26.06.2013	26.06.2013
Date d'attribution	04.12.2013	02.12.2014
Point de départ de la période d'exercice	05.12.2016	03.12.2017
Date d'expiration de la période d'exercice	04.12.2018	02.12.2019
Date à partir de laquelle les actions sont cessibles	05.12.2017	03.12.2018
Nombre d'options en cours de validité	3.510	9.000
Prix d'exercice ajusté en €	62,86	55,00

Les titulaires d'Options de Souscription susvisées pourront apporter à l'Offre les actions auxquelles ces options donnent droit de souscrire à condition d'avoir exercé leurs options dans un délai leur permettant d'apporter leurs actions à l'Offre au plus tard le dernier jour de l'Offre et que leurs actions soient cessibles à cette date.

À défaut, les Options de Souscription resteront exerçables à l'issue de l'Offre selon les modalités du règlement du plan applicable.

1.10 Situation des titulaires d'actions de performance

Au 4 juin 2018, le détail des 133.255 Actions de Performance en cours de validité figure ci-après :

	Plan n°1	Plan n°2	Plan n°3	Plan n°3 bis
Date d'assemblée générale	12.11.2015	20.06.2017	20.06.2017	20.06.2017
Date d'attribution	21.06.2016	20.06.2017	26.03.2018	26.03.2018
Fin de la période d'acquisition	04.06.2018	20.06.2018	26.03.2019	26.03.2019
Date à partir de laquelle les actions sont cessibles	05.06.2019	21.06.2019	27.03.2020	27.03.2020
Nombre d'Actions de Performance en cours de validité	11.045	40.500	36.460	45.250

Au 4 juin 2018, l'ensemble des Actions de Performance sont soit en période d'acquisition soit incessibles et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre.

Il est précisé toutefois que dans l'hypothèse où les Actions de Performance deviendraient acquises et/ou cessibles par anticipation en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause de décès ou d'invalidité de l'attributaire), ces Actions de Performance pourraient être apportées à l'Offre (et, le cas échéant, à l'Offre ré-ouverte).

1.11 Liquidité des Actions de Performance et des actions résultant de l'exercice des Options de Souscription

Il a été proposé (i) aux bénéficiaires d'Actions de Performance et aux titulaires d'actions résultant de l'exercice d'Options de Souscription qui ne pourront pas être apportées à l'Offre ou à l'Offre ré-ouverte, sauf cas légaux ou réglementaires exceptionnels de levée des indisponibilités (décès ou invalidité du bénéficiaires), ou (ii) aux bénéficiaires d'Actions de Performance et aux titulaires d'actions de la Société résultant de l'exercice d'Options de Souscription qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'Offre ou à l'Offre ré-ouverte et dont les actions n'auraient pas fait l'objet d'un retrait obligatoire, de bénéficiaire, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité.

Aux termes de ce mécanisme de liquidité, l'Initiateur devra, à tout moment durant une fenêtre de liquidité de deux ans et deux mois débutant à la plus tardive des deux dates suivantes : (i) le dixième jour ouvré suivant la date d'expiration de la période de conservation (a) des Actions de Performance émises au titre d'un plan donné ou (b) des actions résultant de l'exercice d'Options de Souscription au titre d'un plan

donné ou (ii) dans l'hypothèse où les actions de la Société n'auraient pas fait l'objet d'un retrait obligatoire, le 18 juin 2019 (ou le lendemain de la réalisation d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire sur les actions Naturex si celui-ci intervient avant cette date), acquérir auprès de chaque bénéficiaire ayant conclu ledit contrat de liquidité et qui en ferait la demande, la totalité des Actions de Performance ou des actions résultant de l'exercice d'Options de Souscription qu'il détient au titre de ce plan. Par ailleurs, chaque bénéficiaire d'un plan donné ayant conclu le contrat de liquidité devra, à tout moment durant une période d'un an à compter du premier jour suivant la date d'expiration de la fenêtre de liquidité dont il bénéficie, à la demande de l'Initiateur, céder à ce dernier la totalité des Actions de Performance ou des actions résultant de l'exercice d'Options de Souscription qu'il détient au titre de ce plan.

Le prix d'achat par action sera égal au prix de l'Offre (augmenté ou diminué du pourcentage, selon les cas, de la croissance ou décroissance organique du chiffre d'affaires consolidé de la division arôme de l'Initiateur constaté sur la période courant entre le 1^{er} juillet 2018 et le dernier jour du mois précédant celui au cours duquel est intervenue la levée de la promesse.)

Les promesses susvisées ne pourront être exercées qu'en cas de constatation préalable d'une liquidité insuffisante des actions.

1.12 Calendrier indicatif

Le calendrier figurant ci-dessous est proposé à titre indicatif.

7 juin 2018	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF et mise à disposition du public du projet de note d'information de l'Initiateur
7 juin 2018	Dépôt à l'AMF du projet de note en réponse de la Société comprenant le rapport de l'expert indépendant et mise à disposition du public dudit projet de note en réponse
[26 juin] 2018	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de Givaudan et visa de la note en réponse de Naturex
[27 juin] 2018	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 de Givaudan et de la note en réponse de Naturex visées par l'AMF et (ii) des documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de Givaudan et de Naturex
[27 juin] 2018	Communiqués sur les modalités de mise à disposition des notes de Givaudan et de Naturex et des documents « Autres Informations »
[28 juin] 2018	Ouverture de l'Offre
[1er – 6 août] 2018	Clôture de l'Offre - Centralisation des ordres par Euronext - Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
[7 août] 2018	En cas de succès de l'Offre, ouverture de l'Offre Ré-ouverte

[3 septembre] 2018 Clôture de l'Offre Ré-ouverte

[6 septembre] 2018 Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Ré-ouverte

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 6 juin 2018 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

L'ensemble des membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés à cette réunion, à savoir :

- Monsieur Olivier Rigaud, administrateur et Directeur général ;
- Madame Anne Abriat, administrateur indépendant ;
- Madame Miriam Maes, administrateur indépendant, ayant donné pouvoir à Madame Anne Abriat ;
- Madame Isabelle de Cremoux, administrateur indépendant ; et
- Monsieur Daniel Cheron, administrateur indépendant, désigné en séance comme nouveau Président.

Le conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant, Monsieur Olivier Rigaud ne prenant pas part au vote en raison de ses fonctions de Directeur général de la Société, à l'unanimité de ses membres indépendants présents et représentés :

« Le Président indique aux membres du conseil d'administration qu'il leur incombe, en application de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, d'examiner le projet d'offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration que :

- *l'offre fait suite à l'acquisition directe et indirecte par l'initiateur, en date du 4 juin 2018, de 3.872.645 actions de la Société, représentant au total 40,47% du capital social de la Société, dans le cadre d'une cession hors marché conclue avec les sociétés ISERA ET SCALDIS SUGAR, LA SOCIÉTÉ FINANCIÈRE DES SUCRES, UNIGRAINS, CARAVELLE ainsi que Messieurs Paul LIPPENS et Olivier LIPPENS ;*
- *le cabinet EIGHT ADVISORY, représenté par Monsieur Geoffroy Bizard, a été désigné, en application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le 3 avril 2018 par le conseil d'administration de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre et d'un éventuel retrait obligatoire ;*

- le conseil d'administration a par ailleurs nommé, pour suivre les travaux de l'expert indépendant désigné, un comité ad hoc composé de Monsieur Daniel Chéron et Madame Anne Abriat qui s'est réuni le 4 mai 2018.

Le Président précise aux membres du Conseil d'administration que le Comité d'Entreprise de la Société a rendu son avis en date du 24 mai 2018 et que le cabinet EIGHT ADVISORY a remis son rapport écrit en date du 6 juin 2018.

Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration les motifs et les principaux termes de l'opération de rapprochement envisagée entre la Société et GIVAUDAN, à savoir que :

- l'offre est libellée au prix de 135 euros par action Naturex ;
- l'offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'initiateur, sous réserve des exceptions prévues dans le projet de note d'information ;
- l'initiateur n'a assorti son offre d'aucune condition (sans préjudice de la caducité de l'offre si, à sa clôture, l'initiateur venait à ne pas détenir au moins 50% du capital ou des droits de vote de la Société) ;
- l'initiateur a annoncé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire s'il venait à détenir, à la suite de l'offre, plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société.

Le Président précise qu'il est prévu que l'offre soit déposée auprès de l'AMF le 7 juin 2018.

Le Président rappelle que les membres du Conseil d'administration ont préalablement eu communication des documents suivants, ce dont ces derniers lui donnent acte :

- le contrat de cession d'actions conclu en date du 26 mars 2018 entre GIVAUDAN en tant qu'acquéreur d'une part et les sociétés ISERA ET SCALDIS SUGAR, LA SOCIÉTÉ FINANCIÈRE DES SUCRES, UNIGRAINS, CARAVELLE ainsi que Messieurs Paul LIPPENS et Olivier LIPPENS en tant que cédants d'autre part ;
- le protocole d'accord conclu entre NATUREX et GIVAUDAN en date du 26 mars 2018 ;
- le projet de note d'information de GIVAUDAN qui contient notamment les motifs et les caractéristiques de l'offre, les intentions de l'initiateur et les éléments d'appréciation du prix de l'offre préparés par BNP PARIBAS en qualité de banque présentatrice de l'offre ;
- le projet de note en réponse de la Société ;
- l'avis du Comité d'entreprise de la Société rendu en date du 24 mai 2018 ;
- le rapport du cabinet EIGHT ADVISORY, expert indépendant, sur les conditions financières de l'offre suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire.

Le Président invite tout d'abord les membres du Conseil d'administration à prendre connaissance des intentions de l'initiateur figurant dans le projet de note d'information et à examiner les conséquences de l'offre pour la Société.

À cet égard, le Conseil d'administration prend notamment acte que :

- l'initiateur a une connaissance profonde des activités et de marchés de la Société ;*
- l'initiateur soutient, et entend amplifier et accompagner, la stratégie de développement par la Société ;*
- l'offre s'inscrit dans le cadre de la stratégie globale de GIVAUDAN visant à renforcer ses capacités dans le domaine des ingrédients naturels ;*
- la forte complémentarité des activités de GIVAUDAN et de la Société (respectivement leader sur le marché des arômes et fragrances synthétiques et leader dans le domaine des ingrédients naturels de spécialité d'origine végétale tant dans les métiers de la nutrition et de la santé que les métiers de la beauté) devrait leur permettre de diversifier leurs débouchés, assurant ainsi une meilleure stabilité des revenus, voire un accroissement de l'activité de la Société ;*
- la synergie des expertises entre GIVAUDAN et la Société devrait également leur permettre de travailler sur le développement de nouveaux produits intégrant à la fois ingrédients naturels et arômes ;*
- l'offre devrait en définitif constituer une opportunité unique de créer un groupe de taille mondiale (regroupant environ 14 000 employés à travers le monde et totalisant un chiffre d'affaires consolidé d'environ 4,7 milliards d'euros) idéalement positionné pour offrir une gamme de produits diversifiée à travers un nombre important de pays.*

Le Président invite enfin les membres du Conseil d'administration à examiner les conséquences de l'offre pour les salariés de la Société.

À cet égard, le Conseil d'administration prend notamment acte que :

- l'initiateur a fait plusieurs déclarations en matière sociale d'intérêt qui ont été présentées dans son projet de note d'information sous le titre « Orientation en matière d'emploi concernant Naturex ».*
- l'initiateur a confirmé, selon les termes du projet de note d'information et les informations communiqués par l'initiateur au Comité d'entreprise de la Société, son intention (i) que l'activité du site d'Avignon garderait sa légitimité, (ii) que les capacités de production resteraient à Avignon et aucun déménagement des outils et sites de production n'est envisagé, (iii) que son objectif est de faire du siège de Naturex à Avignon l'un de ses centres d'excellence dédié au développement des ingrédients naturels et « clean label », ainsi que le siège opérationnel de la marque Naturex, (iv) que l'offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi et de gestion des ressources humaines dans la mesure où ce rapprochement s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de Naturex, (v) avoir pour objectif de traiter les salariés de la Société de façon équitable et de leur offrir des conditions de travail conformes aux meilleurs standards notamment en*

matière de sécurité et de santé et (vi) ne pas envisager de changement en matière de volume et de structure des effectifs.

- lors de sa réunion du 24 mai 2018, le Comité d'entreprise de la Société a émis un avis favorable relativement à l'offre.*
- les salariés de la Société (i) bénéficiaires d'actions de performance ou titulaires d'actions résultant de l'exercice d'options de souscription qui ne pourront (sauf cas légaux ou réglementaires exceptionnels de levée des indisponibilités (décès ou invalidité du bénéficiaires)) pas être apportées à l'offre ou à l'offre ré-ouverte ou (ii) bénéficiaires d'actions de performance ou titulaires d'actions Naturex résultant de l'exercice d'options de souscription qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'offre ou à l'offre ré-ouverte et dont les actions n'auraient pas fait l'objet d'un retrait obligatoire, bénéficieront, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité.*

Le Président invite ensuite les membres du Conseil d'administration à examiner les conséquences de l'offre pour les actionnaires de la Société.

À cet égard, le Conseil d'administration prend notamment acte :

- que le prix de l'offre de 135 euros correspond au prix auquel a été réalisé la cession de bloc en application du contrat de cession ;*
- que le prix de l'offre de 135 euros par actions Naturex fait ressortir une prime de 42,1% par rapport au cours de clôture de Naturex le 23 mars 2018, veille de l'annonce des caractéristiques de l'offre, et des primes de 41,5%, 46,8%, 47,1% et 52,8% respectivement sur les moyennes des cours à 1, 3, 6 et 12 mois pondérées par les volumes avant cette date ;*
- qu'il ressort des travaux de l'expert indépendant au travers de l'analyse multicritères que le prix de l'offre est supérieur aux résultats des évaluations réalisées ;*
- des conclusions de l'expert indépendant, selon lesquelles le prix de l'offre de 135 euros par action Naturex offert aux actionnaires de la Société présente un caractère équitable dans la perspective tant de l'offre que du retrait obligatoire qui pourrait suivre.*

Au vue de ce qui précède, après discussion et compte tenu de l'opportunité unique que constitue le rapprochement envisagé et bénéfices potentiels qui en sont attendus pour Naturex, le Conseil d'administration à l'unanimité de ses membres indépendants (Monsieur Olivier RIGAUD ne prenant pas part au vote) :

- approuve l'offre aux conditions prévues dans les documents mentionnées ci-dessus et considère que l'offre est dans l'intérêt de la Société, ses salariés et ses actionnaires ;*
- recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'offre ;*
- approuve le projet de note en réponse qui lui a été présenté ;*
- confirme que les actions auto-détenues par la Société (soit 4.637 actions au 4 juin 2018) ne seront pas apportées à l'offre.*

Les membres du Conseil d'administration confirment par ailleurs leur intention d'apporter leurs actions de la Société à l'offre, à l'exception des actions qu'ils doivent conserver au titre de leurs fonctions. ».

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Les membres du conseil d'administration présents et représentés lors de la séance du 6 juin 2018 à l'occasion de laquelle l'avis motivé du conseil d'administration sur l'Offre a été rendu, détenteurs de titres de la Société, à savoir Monsieur Olivier Rigaud, Madame Miriam Maes, Madame Anne Abriat, Madame Isabelle de Cremoux et Monsieur Daniel Cheron, ont unanimement indiqué qu'ils apporteront leurs titres à l'Offre, à l'exception des actions qu'ils doivent conserver au titre de leurs fonctions

4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Dans le cadre du Protocole d'Accord, la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre les 4.637 actions auto-détenues et à ne pas acquérir, céder ou transférer aucune de ses actions jusqu'à la clôture de l'Offre (le cas échéant ré-ouverte).

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le cabinet Eight Advisory a été désigné le 3 avril 2018 par le conseil d'administration de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et d'un éventuel retrait obligatoire.

La conclusion du rapport, établi par le cabinet Eight Advisory en date du 6 juin 2018, est intégralement reproduite ci-après :

« Nous avons été désignés en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration la Société Naturex S.A. sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et 2° et II du Règlement Général de l'AMF.

Notre mission consistait à nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert par Groupe Givaudan aux actionnaires de Naturex dans le cadre de la procédure d'Offre Publique d'Achat, et en vue d'un Retrait Obligatoire.

La présente Offre fait suite à l'acquisition par Givaudan de ce bloc de 40,47% du capital de la Société auprès des actionnaires cédants composés des sociétés Isera et Scaldis Sugar, Société Financière des Sucres, Unigrains, M. Paul Lippens, M. Olivier Lippens et la société Caravelle.

Le prix proposé aux actionnaires de Naturex, identique à celui payé aux actionnaires du bloc cédants s'établit à 135 € par action.

A l'issue de nos travaux, nous observons que ce prix de 135 € fait ressortir une prime de :

- 42,1% par rapport au dernier cours de bourse avant l'annonce.*
- 41,5% par rapport au cours de bourse moyen 1 mois pondéré par les volumes.*

- 20% sur la valeur centrale issue de notre méthode DCF.
- 32% sur la valeur centrale issue de la méthode EVA.
- Entre 21% et 48% sur les valeurs issues de la méthode des multiples boursiers.
- Entre 11% et 70% sur les valeurs issues de la méthode des transactions comparables.

Dans ce contexte, au regard des éléments ci-dessus, nous sommes d'avis que le prix de 135 € par action que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Naturex S.A., y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire. ».

Le rapport de l'expert indépendant est intégralement reproduit en Annexe 1 du présent Projet de Note en Réponse.

6. AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE

« PROCES VERBAL

REUNION ORDINAIRE DU COMITE D'ENTREPRISE

DU 24 MAI 2018

Présents :

- Direction : Sabine Daugey — Miroslav DIMITREJEVIC — Amandine Mercier
- CE : Corinne Riéfa — Emilie Niemetzky — Aymerick Leroi — Romain Tourtois — Philippe Paschen — Abdelhamid Merabet

Objet : Consultation du CE concernant le projet d'offre publique d'achat de Givaudan sur Naturex : avis du CE.

Le Comité d'entreprise a été informé le 27 avril 2018 du projet de rapprochement entre les sociétés Naturex et Givaudan, prenant la forme d'une offre publique d'acquisition initiée par Givaudan, qui fera suite à l'acquisition hors marché par Givaudan d'un bloc de 3.872.645 actions de la Société, représentant environ 40,47% de son capital social.

Tel qu'il nous a été présenté, ce rapprochement s'inscrit dans la stratégie de Givaudan qui a pour ambition de renforcer son expertise dans l'extraction végétale et le développement d'ingrédients naturels. L'ensemble combiné proposerait ainsi un portefeuille de produits plus étendu à ses clients. Il est prévu que la mise en commun des ressources, compétences et outils industriels des deux sociétés leur permettrait d'accélérer leur croissance à travers le monde tout en conservant leurs propres identités.

Le 14 mai 2018, nous avons pu procéder à l'audition du représentant légal de Givaudan, Monsieur Gilles Andrier et échanger avec lui au sujet des demandes d'informations complémentaires que nous avons formulées.

À la lumière des éléments mis à notre disposition et des explications qui nous ont été fournies, nous estimons que le projet de rapprochement envisagé constitue une opportunité pour le groupe Naturex d'accélérer son développement et sa croissance. S'agissant du volet social, nous prenons acte des déclarations de Givaudan de maintenir les capacités de production à Avignon et à faire du siège de Naturex à Avignon l'un des centres d'excellence du nouveau groupe issu du rapprochement ainsi que le siège opérationnel de la marque Naturex.

Dans ces conditions, le Comité d'entreprise émet, à l'unanimité de ses membres présents, un avis favorable au projet d'offre publique d'achat initié par la société Givaudan sur la société Naturex, dans les termes qui lui ont été présentés, étant précisé que nous resterons vigilants quant au respect des déclarations faites par Givaudan en matière sociale. »

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

L'Initiateur a conclu le 26 mars 2018 un contrat d'acquisition portant, directement et indirectement, sur 3.872.645 actions de la Société, tel que décrit à la section 1.2 du Projet de Note en Réponse.

Il est notamment prévu dans le Protocole d'Accord que le conseil d'administration de la Société rendra un avis favorable sur l'Offre et ne modifiera ou retirera pas cette recommandation s'il n'est pas déposé spontanément d'offre concurrente qui serait davantage favorable à la Société, ses actionnaires et ses salariés. Le conseil d'administration s'est en outre engagé à ne pas solliciter une telle offre concurrente.

Le Protocole d'Accord prévoit également que la Société versera à son directeur général, eu égard à son implication dans le cadre de la préparation de l'Offre, une rémunération exceptionnelle conditionnée à la réussite de l'Offre.

La Société n'a pas connaissance d'autres accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

8. ÉLÉMENTS RELATIFS À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1 Structure et répartition du capital de la Société

Le capital de la Société, d'un montant de 14.353.426,50 euros au 4 juin 2018, est divisé en 9.568.951 actions ordinaires, d'une valeur nominale de 1,50 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date du 4 juin 2018, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaire	Nombre d'actions *	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
-------------	--------------------	--------------	--------------------------	----------------------

			théoriques*	théoriques **
L'Initiateur	3.872.645	40,47	4.931.461	44,64
Caisse des dépôts et consignations	582.735	6,09	984.443	8,91
Allianz	521.783	5,45	521.783	4,72
Tikehau	314.915	3,29	314.915	2,85
Public	4.272.236	44,65	4.290.416	38,84
Auto-détention	4.637	0,05	4.637	0,04
TOTAL	9.568.951	100	11.047.655	100

* 133.255 actions de la Société attribuées gratuitement sont encore en période d'acquisition.

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

Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions ordinaires, eu égard à la quotité du capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions ordinaires entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom d'un même actionnaire.

8.2 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, au 4 juin 2018, le capital social de la Société était réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 du Projet de Note en Réponse.

Hormis les actionnaires mentionnés à la section 7.1 du Projet de Note en Réponse, aucun actionnaire détenant plus du seuil de 5% du capital ou des droits de vote de la Société ne s'est fait connaître auprès de la Société, et aucune modification n'a eu lieu, depuis le 4 juin 2018 dans le capital de la Société dont cette dernière aurait eu connaissance.

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

8.3.1 Restrictions à l'exercice du droit de vote

Chaque action donne droit à une voix aux assemblées d'actionnaires.

Toutefois, un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées et justifiant d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

En outre, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double est conféré, dès leur émission, aux actions ordinaires nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions ordinaires anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit. Pour le surplus, le droit de vote double s'acquiert, cesse ou se transfère dans les cas et conditions fixés par la loi.

8.3.2 Restrictions aux transferts d'actions

Les statuts de la Société prévoient que la cession et la transmission des actions sont libres sous réserve des dispositions légales applicables.

8.4 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

Néant.

8.5 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

Néant.

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

Néant.

8.7 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

8.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de la Société, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

8.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de la Société

La Société est administrée par un conseil d'administration de trois membres au moins et de dix-huit au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Toutefois, en cas de fusion ou de scission, la nomination peut être faite par l'assemblée générale extraordinaire statuant sur l'opération.

La durée de leurs fonctions est de six années.

Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur. Les administrateurs sont toujours rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée.

8.8.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la modification des statuts.

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

En dehors des pouvoirs qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose d'autorisations et de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat d'actions, dont le détail est le suivant :

Date de l'assemblée et objet de la délégation ou autorisation	Échéance	Plafonds	Utilisation
AGO du 20 juin 2017 – 11^{ème} résolution Autorisation conférée au conseil d'administration en vue de permettre à la Société de réaliser l'acquisition de ses propres actions	20 juin 2019	10% du capital social dans la limite d'un montant total de 120.213.964 euros et de 130 euros par action	Utilisée uniquement pour le contrat de liquidité qui a été arrêté à la suite de l'annonce de l'Offre. Utilisable en période d'offre publique si l'offre est réglée intégralement en numéraire et si les opérations de rachat sont réalisées dans le cadre de la poursuite de l'exécution du programme en cours et qu'elles ne sont pas susceptibles de faire échouer l'offre
AGE du 20 juin 2017 – 12^{ème} résolution Autorisation donnée au conseil d'administration en vue d'annuler les actions rachetées par la Société dans le cadre du dispositif de l'article L. 225-209 du Code de commerce	20 juin 2019	10% du capital social à la date de la décision d'annulation **	Non utilisée Utilisable en période d'offre publique
AGE du 20 juin 2017 – 13^{ème} résolution Délégation de compétence consentie au conseil d'administration pour augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes ou autres dont la capitalisation serait admise	20 août 2019	20.000.000 euros de valeur nominale	Non utilisée Utilisable en période d'offre publique
AGE du 20 juin 2017 – 14^{ème} résolution Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour augmenter le capital par	20 août 2019	7.500.000 euros de valeur nominale	Non utilisée Utilisable en période d'offre publique

émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société et/ou de l'une de ses filiales avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires			
AGE du 20 juin 2017 – 15^{ème} résolution Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression de droit préférentiel de souscription par offre au public	20 août 2019	7.500.000 euros de valeur nominale ***	Non utilisée Utilisable en période d'offre publique
AGE du 20 juin 2017 – 16^{ème} résolution Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression de droit préférentiel de souscription par placement privé visé au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier	20 juin 2019	7.500.000 euros de valeur nominale dans la limite de 20% du capital social par an *****	Non utilisée Utilisable en période d'offre publique
AGE du 20 juin 2017 – 17^{ème} résolution Délégation de compétence à donner au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droits préférentiel de	20 août 2019	15% de l'émission initiale	Non utilisée Utilisable en période d'offre publique

souscription en cas de demandes excédentaires.			
AGE du 20 juin 2017 – 18^{ème} résolution Autorisation à donner au conseil d'administration pour augmenter le capital social dans la limite de 10% avec suppression de droit préférentiel de souscription, en vue de rémunérer des apports en nature de titres ou valeurs mobilières donnant accès au capital	20 août 2019	10% du capital social à la date du 20 juin 2017	Non utilisée Utilisable en période d'offre publique
AGE du 20 juin 2017 – 19^{ème} résolution Délégation à donner au conseil d'administration pour augmenter le capital par émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital réservées aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise en application des articles L. 3332-18 et suivants du Code du travail avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers	20 juin 2019	3% du capital social à la date de la décision d'augmentation de capital	Non utilisée Utilisable en période d'offre publique
AGE du 20 juin 2017 – 20^{ème} résolution Autorisation à donner au conseil d'administration en vue d'attribuer gratuitement des actions ordinaires aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux emportant renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription aux actions à émettre en raison des	20 juin 2019	10% du capital social à la date de la décision d'attribution	Utilisée à hauteur de 123 163 actions au 26 mars 2018, représentant 1,29% du capital social en date du 30 avril 2018 Utilisable en période d'offre publique

attributions gratuites d'actions			
----------------------------------	--	--	--

* Ce plafond est réduit à 5% pour les acquisitions en vue de conserver les actions rachetées afin de les remettre ultérieure à l'échange ou en paiement dans le cadre d'opérations éventuelles de croissance externe.

** Ce plafond est réduit à concurrence des annulations réalisées au cours des 24 derniers mois précédents la décision d'annulation.

*** Ce montant s'impute sur le plafond de 7.500.000 euros fixé à la 16^{ème} résolution.

**** Ce montant s'impute sur le plafond de 7.500.000 euros fixé à la 14^{ème} résolution.

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

Néant.

8.11 Accords prévoyant des indemnités pour le président-directeur général, les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

9. INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ

Le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera disponible sur le site Internet de la Société (<http://www.naturex.fr>) ainsi que sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de la Société, 250 rue Pierre Bayle BP 81218 - 84911 Avignon.

10. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

« À ma connaissance, les données du Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Olivier Rigaud, directeur général

Annexe 1
Rapport de l'expert indépendant



Naturex S.A.

Offre Publique d'Achat obligatoire initiée par Givaudan sur les actions de la société Naturex S.A. pouvant être suivie d'un Retrait Obligatoire.

6 juin 2018

La société Naturex S.A. (la « Société », ou « Naturex ») a mis en place le 3 avril 2018 un *Comité Ad Hoc* chargé de suivre les travaux de l'Expert Indépendant concernant les conditions offertes par le groupe Givaudan (ci-après l'« Initiateur », ou « Givaudan ») dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat initiée sur les titres de la Société et pouvant le cas échéant faire l'objet d'un Retrait Obligatoire (l'« Offre », l'« OPA-RO » ou l'« Opération »).

Nous avons été désignés le même jour en qualité d'Expert Indépendant pour apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Le présent rapport traite exclusivement de notre appréciation des conditions financières de l'Offre initiée par le Groupe Givaudan, dont le prix s'élève à 135 € par action.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et 2° et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'Administration de la Société.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son Instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des Recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites au paragraphe 2 de notre rapport et détaillées en Annexe 5.

Notre mission ne relevait ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité des comptes de la Société, ni d'une mission de *due diligence* effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et elle ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ces types d'intervention. Elle n'avait donc pour objectif ni de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes qui comporte une certification sans réserve sur les comptes annuels clos au 31 décembre 2017.

Nos travaux reposent sur certaines informations financières prospectives communiquées par la Société, en particulier le budget 2018 et les objectifs 2020. Ces estimations ont été préparées par le management de Naturex et relève de sa seule responsabilité. Si nous avons analysé les hypothèses retenues, il ne nous appartenait pas de nous prononcer sur leur exactitude. Nous soulignons ici que les prévisions opérationnelles et financières sont par nature incertaines et dépendent de facteurs qui sont, pour partie, exogènes. Par conséquent, nous attirons l'attention du lecteur sur le fait que les performances réelles de Naturex au cours des prochains exercices pourraient différer, éventuellement de manière significative, des prévisions sur lesquelles nos travaux reposent.

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

1	Présentation de l'Offre	5
1.1	Contexte et termes de l'Offre	5
1.1.1	Acquisition d'un bloc majoritaire	5
1.1.2	Motifs de l'Offre	5
1.1.3	Termes de l'Offre et cadre de notre nomination	5
1.1.4	Titres visés par l'Offre	6
1.1.5	Intentions de l'Initiateur au cours des 12 mois à venir	6
1.2	Sociétés concernées par l'Offre	8
1.2.1	Givaudan : société initiatrice	8
1.2.2	Naturex S.A. : société objet de la présente Offre	9
1.2.2.1	Historique de la Société	10
1.2.2.1	Organigramme du Groupe	11
1.2.2.2	Implantation géographique	12
1.2.2.1	Présentation du process industriel de Naturex	13
1.2.2.2	Dynamiques des marchés sur lesquels opère Naturex	14
1.2.2.3	Analyse de l'intensité concurrentielle	17
1.2.2.4	Matrice d'analyse SWOT	18
1.2.2.5	Plan stratégique « Bright 2020 »	19
1.2.2.6	Performances financières historiques	20
2	Diligences effectuées	24
3	Evaluation des actions de la société Naturex S.A.	25
3.1	Méthodes d'évaluation écartées	25
3.1.1	Actif net comptable (ANC)	25
3.1.2	Actif net réévalué (ANR)	25
3.1.3	Méthode du rendement	25
3.2	Méthodes d'évaluation retenues	26
3.2.1	Éléments communs aux méthodes	26
3.2.2	Références aux dernières transactions sur le capital (à titre principal)	30
3.2.3	Actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal)	30
3.2.4	Méthode EVA (Economic Value Added) (à titre principal)	33
3.2.5	Multiples boursiers des sociétés comparables (à titre secondaire)	34
3.2.6	Références au cours de bourse et aux objectifs de cours (à titre d'information)	36
3.2.7	Multiples observés lors de transactions comparables (à titre d'information)	38
4	Valorisation des synergies potentielles liées à l'Opération	40
4.1	Présentation des synergies potentielles	40
4.2	Valorisation des synergies potentielles	40
5	Analyse des accords connexes	41
6	Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la Note d'information	42
6.1	Sur les méthodes écartées	42
6.2	Sur les méthodes retenues	42

6.3	Sur les données financières	42
6.3.1	Nombre de titres retenus	42
6.3.2	Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur de fonds propres	43
6.4	Référence à la transaction portant sur le bloc des actionnaires cédants	43
6.5	Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)	43
6.5.1	Prévisions retenues	43
6.5.2	Valeur terminale et croissance à long terme	44
6.5.3	Taux d'actualisation	45
6.5.4	Résultats	45
6.6	Analyse du cours de bourse	45
6.7	Analyse des objectifs de cours des analystes	46
6.8	Méthode des comparables boursiers	46
6.8.1	Méthodologie retenue	46
6.8.2	Résultats	46
6.9	Méthode des transactions comparables	47
6.9.1	Méthodologie retenue	47
6.9.2	Résultats	47
6.10	Analyse complémentaire sur les synergies liées à l'Opération	47
7	Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert	48
7.1	Synthèse de nos travaux	48
7.2	Attestation sur le caractère équitable	49
Annexe 1 : Présentation de la société Eight Advisory France S.A.S.		50
Annexe 2 : Déclaration d'indépendance		50
Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle		50
Annexe 4 : Rémunération		50
Annexe 5 : Diligences		51
Annexe 6 : Principaux entretiens réalisés		52
Annexe 7 : Calendrier		52
Annexe 8 : Informations utilisées		53
Annexe 9 : Equipe		54

1 Présentation de l'Offre

1.1 Contexte et termes de l'Offre

1.1.1 Acquisition d'un bloc majoritaire

Givaudan a signé, le 26 mars 2018, un contrat de cession d'actions (le « Contrat de Cession ») avec les sociétés Isera et Scaldis Sugar, Société Financière des Sucres, Unigrains, M. Paul Lippens, M. Olivier Lippens et la société Caravelle en vue de l'acquisition de (i) 1 565 806 actions soit 16,36% du capital de Naturex et (ii) 100% du capital et des droits de vote de la société SGD qui détient 2 306 839 actions soit 24,11% du capital de Naturex, ci-après ensemble (les « Actions Cédées ») sur la base d'un prix unitaire de 135 € par action Naturex. Les Actions Cédées représentent au total, directement et indirectement, 3 872 645 actions Naturex, soit 40,47% du capital et 44,64% des droits de vote. Cette transaction a reçu le soutien du Conseil d'Administration de Naturex et de son équipe dirigeante.

L'acquisition des Actions Cédées était soumise à l'obtention des autorisations requises en matière de concentration. L'acquisition des Actions Cédées est intervenue le 4 juin 2018. Givaudan détient donc désormais, directement et indirectement, 3 872 645 actions Naturex, représentant 40,47% du capital de Naturex et 44,64% de droits de vote.

1.1.2 Motifs de l'Offre

Ayant franchi le seuil de 30% du capital et des droits de vote de Naturex, Givaudan est tenue de déposer un projet d'offre publique visant les titres de la Société conformément aux articles 234-1 et 234-2 du Règlement Général de l'AMF et au protocole d'accord conclu le 26 mars 2018 (le « Protocole d'Accord »).

1.1.3 Termes de l'Offre et cadre de notre nomination

Termes de l'Offre

Comme indiqué dans le projet de Note d'Information qui nous a été remis :

« BNP Paribas, agissant pour le compte de Givaudan, a déposé auprès de l'AMF la présente Offre suivant la procédure normale.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de Naturex à acquérir toutes les actions Naturex qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre pendant une période de 25 jours de négociation, au Prix de l'Offre, fixé à 135 euros par action, payable exclusivement en numéraire.

BNP Paribas, en sa qualité d'établissement présentateur de l'Offre garantit, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Givaudan dans le cadre de l'Offre ».

L'Offre sera réalisée suivant la procédure normale et relèvera par conséquent des dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, Givaudan a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre, un retrait obligatoire sur les actions non présentées à ladite Offre si celles-ci ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, conformément à ce qui est indiqué dans le projet de Note d'Information.

Cadre de notre nomination

Le Conseil d'Administration de la Société a mis en place le 3 avril 2018 un *Comité Ad Hoc* constitué d'administrateurs indépendants (Mme Anne Abriat et M. Daniel Chéron) chargé de suivre les travaux de l'Expert Indépendant. Sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et 2° et II du Règlement Général de l'AMF au titre du risque de conflits d'intérêts, nous avons été désignés le même jour en qualité d'Expert Indépendant pour apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Le présent rapport traite exclusivement de notre appréciation des conditions financières de l'Offre initiée par le Groupe Givaudan, dont le prix s'élève à 135 € par action.

1.1.4 Titres visés par l'Offre

Comme rappelé dans le projet de Note d'Information qui nous a été remis, l'Offre porte sur :

« la totalité des actions Naturex, à l'exception :

- des actions détenues directement ou indirectement par l'Initiateur et des actions auto-détenues par la Société ;
- des actions supplémentaires (i) susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Ré-Ouverte (tel que ce terme est défini au paragraphe 2.3.4.) en raison de l'exercice d'options de souscription d'actions Naturex ou d'actions de performance attribuées à des salariés et mandataires sociaux de Naturex et ses filiales et (ii) ne faisant pas l'objet d'une indisponibilité.
- Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les actions suivantes ne pourront pas être apportées à l'Offre :
 - (i) les actions qui seront émises à la suite de l'exercice d'options de souscription et dont la période d'indisponibilité n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Ré-ouverte (tel que ce terme est défini au paragraphe 2.3.4 du présent projet de note d'information) ;
 - (ii) les actions de performance attribuées aux salariés et mandataires sociaux de Naturex ou de ses filiales, conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 à L. 225-197-6 du Code de commerce, dont la période d'acquisition ou de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Ré-ouverte (les « Actions de Performance »).

Ci-après ensemble (les « Actions Indisponibles »).

1.1.5 Intentions de l'Initiateur au cours des 12 mois à venir

Poursuite de l'activité de la Société - synergies attendues

« L'Offre s'inscrit dans un but de poursuite et de développement de l'activité de Naturex. La politique industrielle envisagée par Givaudan pour Naturex devrait donc reposer sur le développement des activités de Naturex au-delà de ses frontières actuelles.

L'opération offrirait à Naturex des perspectives de développement à très court terme grâce :

- aux besoins internes de Givaudan en matière de produits naturels ;
- au portefeuille de clients de Givaudan, qui constitueraient autant de nouveaux clients potentiels pour Naturex.

L'acquisition de Naturex par Givaudan vise ainsi le développement tant des activités de Givaudan dans son ensemble, que de Naturex individuellement. À l'issue de l'Offre, Givaudan dans son ensemble compterait près de 14 000 employés avec un chiffre d'affaires d'environ 4,7 milliards d'euros.

La couverture géographique cumulée de Givaudan et de Naturex permettrait de profiter pleinement des marchés à fort potentiel, situés notamment dans les pays émergents, leur offrant ainsi le bénéfice de nouveaux débouchés et de nouveaux relais de croissance. Elle permettrait, en outre, à Givaudan de répondre aux demandes de ses clients en matière d'arômes naturels et de s'ancrer dans la tendance du développement durable.

Givaudan est le leader mondial sur son marché, celui des arômes et fragrances synthétiques. De son côté, Naturex est l'un des leaders mondiaux des ingrédients naturels de spécialité d'origine végétale tant pour les métiers de la beauté que de la nutrition.

La forte complémentarité des activités de Givaudan et de Naturex permettrait de diversifier leurs débouchés. Cette diversification permettrait d'assurer une meilleure stabilité des revenus, voir un accroissement de l'activité de Naturex en exploitant au mieux ses potentialités.

La synergie des expertises entre Naturex et Givaudan pourrait également permettre de travailler sur le développement de nouveaux produits intégrant à la fois ingrédients naturels et arômes.

D'un point de vue financier, si ce rapprochement devrait permettre aux deux groupes d'accélérer leur développement, le montant des synergies potentielles de revenus est difficile à chiffrer à ce stade ».

Composition des organes d'administration de Naturex

« A l'issue de la publication des résultats de l'Offre, Givaudan disposera de 3 administrateurs au Conseil sous réserve d'un vote positif lors de l'assemblée générale des actionnaires de Naturex du 21 juin 2018. Si à l'issue de l'Offre, Givaudan détient plus de 50% du capital ou des droits de vote de Naturex, Givaudan demandera la cooptation ou la nomination d'administrateurs supplémentaires de manière à disposer d'une majorité au Conseil d'administration de Naturex et souhaitera que le Président du Conseil d'Administration de Naturex soit désigné parmi les administrateurs dont il aura demandé la cooptation ou la nomination ».

Orientation en matière d'emploi concernant Naturex

« L'activité de Naturex étant différente, mais complémentaire, de celle de Givaudan, l'activité du site d'Avignon garderait sa légitimité. Les capacités de production resteraient à Avignon et aucun déménagement des outils et sites de production n'est envisagé. L'objectif de Givaudan est de faire du siège de Naturex à Avignon l'un de ses centres d'excellence dédié au développement des ingrédients naturels et « clean label », ainsi que le siège opérationnel de la marque Naturex.

Le projet de Givaudan s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de Naturex, l'opération ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi et de gestion des ressources humaines.

Givaudan souhaite ainsi prolonger la vision portée par l'équipe dirigeante, favoriser l'emploi et préserver les capacités opérationnelles de Naturex. Plus globalement, Givaudan place les femmes et les hommes au cœur de ses valeurs et de sa politique en matière de développement durable. Il partage le même but de traiter ses salariés de façon équitable et de leur offrir des conditions de travail conformes aux meilleurs standards notamment en matière de sécurité et de santé.

L'opération constituerait ainsi une réelle opportunité de développement réciproque et conjoint, pour Givaudan et Naturex, leurs clients et leurs collaborateurs.

Il n'est donc pas anticipé de changement prévisible en matière de volume et de structure des effectifs ».

Fusion - réorganisation juridique

« Suite à la réalisation de l'Offre, l'organisation juridique de Naturex ne serait pas bouleversée : la marque Naturex resterait, en effet, une valeur clé au sein de Givaudan et aucune fusion n'est envisagée à ce jour ».

Politique de distribution des dividendes

« Givaudan se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de Naturex à l'issue de l'Offre ou de continuer à ne pas distribuer de dividendes afin de laisser à la Société davantage de moyens pour assurer son développement ».

Intérêts pour la Société et les actionnaires

« Le rapprochement entre Givaudan et Naturex donnera naissance à un leader mondial dans le domaine des extraits et ingrédients naturels ».

1.2 Sociétés concernées par l'Offre

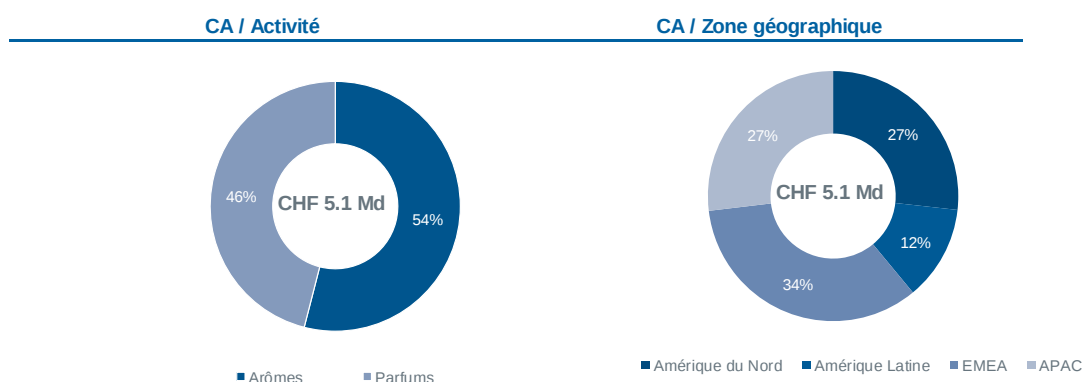
1.2.1 Givaudan : société initiatrice

Givaudan est un groupe suisse fondé en 1895 et spécialisé dans la fourniture d'arômes et parfums pour l'industrie des biens de consommation.

Acquis par le Groupe Roche en 1963, Givaudan est par la suite fusionné avec la société Roure en 1991. Le nouvel ensemble est alors renommé Givaudan-Roure. En 1997, Givaudan-Roure acquiert la société américaine Tastemaker et devient l'un des leaders mondiaux des arômes. En 2000, le groupe Roche introduit à la bourse suisse sa filiale sous le nom « Givaudan S.A. ». Givaudan S.A. acquiert FIS (division arômes de Nestlé) en 2002, IBF (société américaine de fermentation) en 2003 et Quest international en 2007 devenant alors le leader mondial des arômes et parfums. La société a poursuivi sa stratégie de croissance externe en acquérant Soliance en 2014, Induchem Holding AG en 2015, Spicetec en 2016 et Activ International et Vika B.V en 2017.

Au 31 décembre 2017, Givaudan compte 109 sites à travers le monde (dont 46 sites de production) et emploie 11 170 collaborateurs. En 2017, son chiffre d'affaires consolidé s'établit à près de CHF 5,1 Md en croissance de +4,9%, et l'EBITDA à CHF 1 089 m (soit une marge d'EBITDA de 21,6%).

La division Arômes Givaudan représente 54% de son chiffre d'affaires et la division Parfums 46%. Les deux principaux marchés géographiques sont la zone EMEA (34%) et l'Amérique du Nord (27%).



En 2015, la société a présenté son plan 2020 « *Responsible growth. Shared success* ». Dans le cadre de cette présentation, le groupe a identifié plusieurs relais de croissance à horizon 2020 en termes de présence géographique et de leviers opérationnels.

Onze zones géographiques à forte croissance (Chine, Inde, Thaïlande...) et certains sous-segments des marchés Arômes et Parfums (comme les produits laitiers et les viandes transformées) sont ciblés.

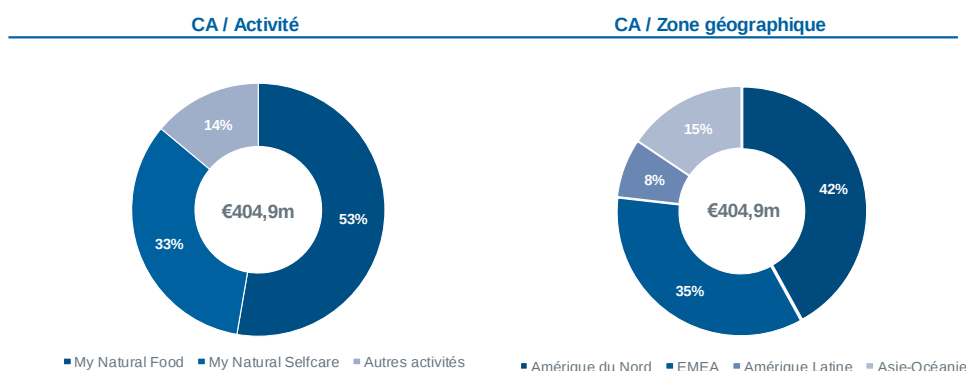
Au-delà du marché des arômes et des parfums, Givaudan vise également un développement vers les ingrédients actifs pour l'industrie cosmétique, les solutions intégrées et les ingrédients naturels destinés

aux industries alimentaires, afin d'accompagner la transition des consommateurs vers les produits d'origine naturelle. C'est dans ce dernier objectif que s'inscrit l'acquisition de Naturex.

1.2.2 Naturex S.A. : société objet de la présente Offre

La société Naturex est une société anonyme ayant son siège social au 250, rue Pierre Bayle, BP 81218 84911 Avignon (France), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés d'Avignon sous le numéro : 984 093 563.

Naturex est spécialisée dans la production et la commercialisation d'ingrédients naturels de spécialité à destination des industries de l'agro-alimentaire, de la santé et de la cosmétique.



Le capital de la société est composé de 9 568 951 actions au 4 juin 2018 (post transaction et avant prise en compte des instruments dilutifs) réparties comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions détenues	% du capital avant prise en compte des titres dilutifs	Nombre de droits de vote
Givaudan (via SGD)	2 306 839	24,11 %	3 365 655
Givaudan (en direct)	1 565 806	16,36 %	1 565 806
Total actions détenues par Givaudan	3 872 645	40,47 %	4 931 461
Auto-détention Naturex S.A.	4 637	0,05 %	4 637
Total Public	5 691 669	59,48 %	6 111 557
Total actions avant prise en compte des instruments dilutifs	9 568 951	100,00 %	11 047 655

1.2.2.1 Historique de la Société

La société Naturex a été créée en 1992 par M. Jacques Dikansky. Avec deux usines à Avignon et au Maroc, la société fabrique et exporte des extraits d'arômes végétaux.

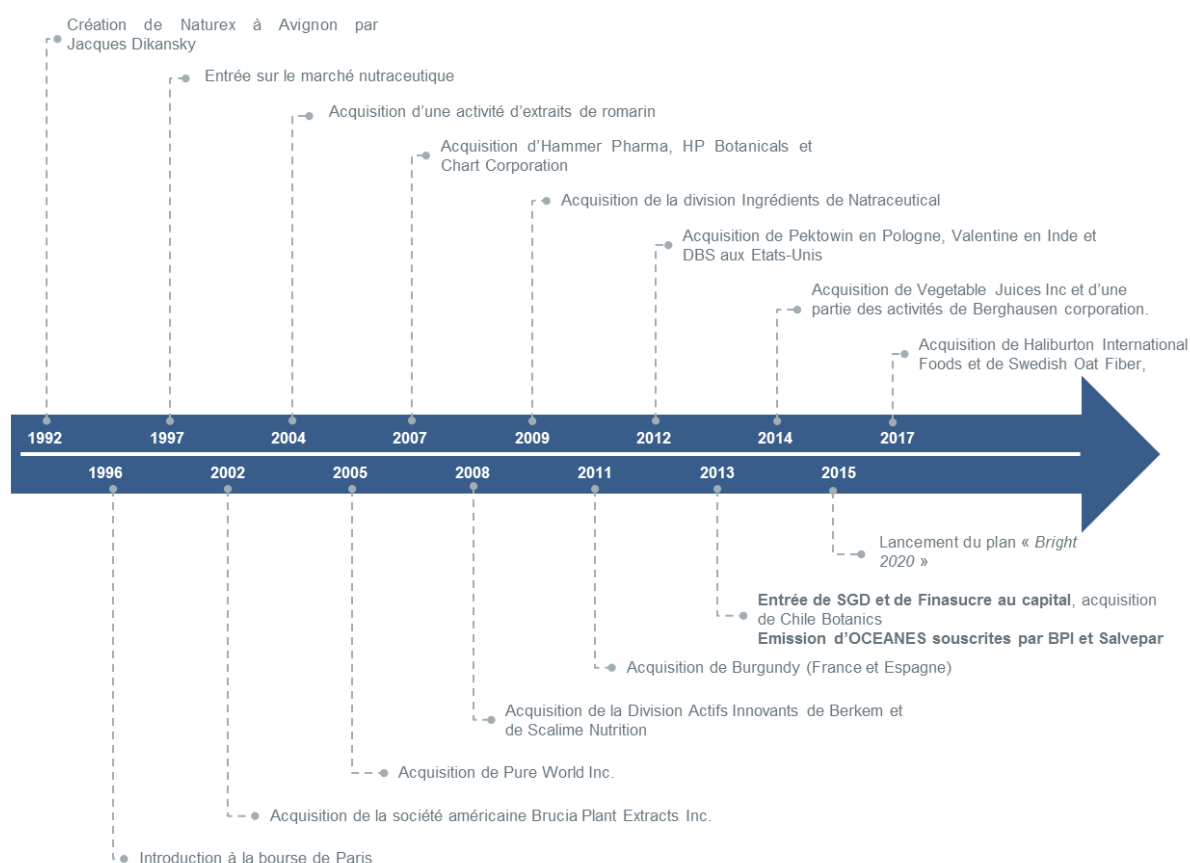
Elle a connu un développement particulièrement rapide au cours de ses premières années et a été introduite en bourse en 1996. En 1997, elle étend ses activités au marché nutraceutique et ouvre une filiale à Mamaroneck, dans l'État de New York. À partir de 2002, la société se lance dans une politique de croissance externe (cf. frise chronologique ci-après).

En septembre 2012, le fondateur et Président Directeur Général, Jacques Dikansky décède des suites d'une longue maladie. La société nomme comme Président Directeur Général Thierry Lambert, alors Directeur Administratif et Financier et Cofondateur du groupe.

En 2013, la structure du capital se stabilise avec l'entrée de deux actionnaires de long terme : SGD et Finasucre (famille Lippens) et Caravelle (famille Martel-Massignac). Parallèlement, BPI et Salvepar souscrivent en janvier 2013 à l'émission d'OCEANES.

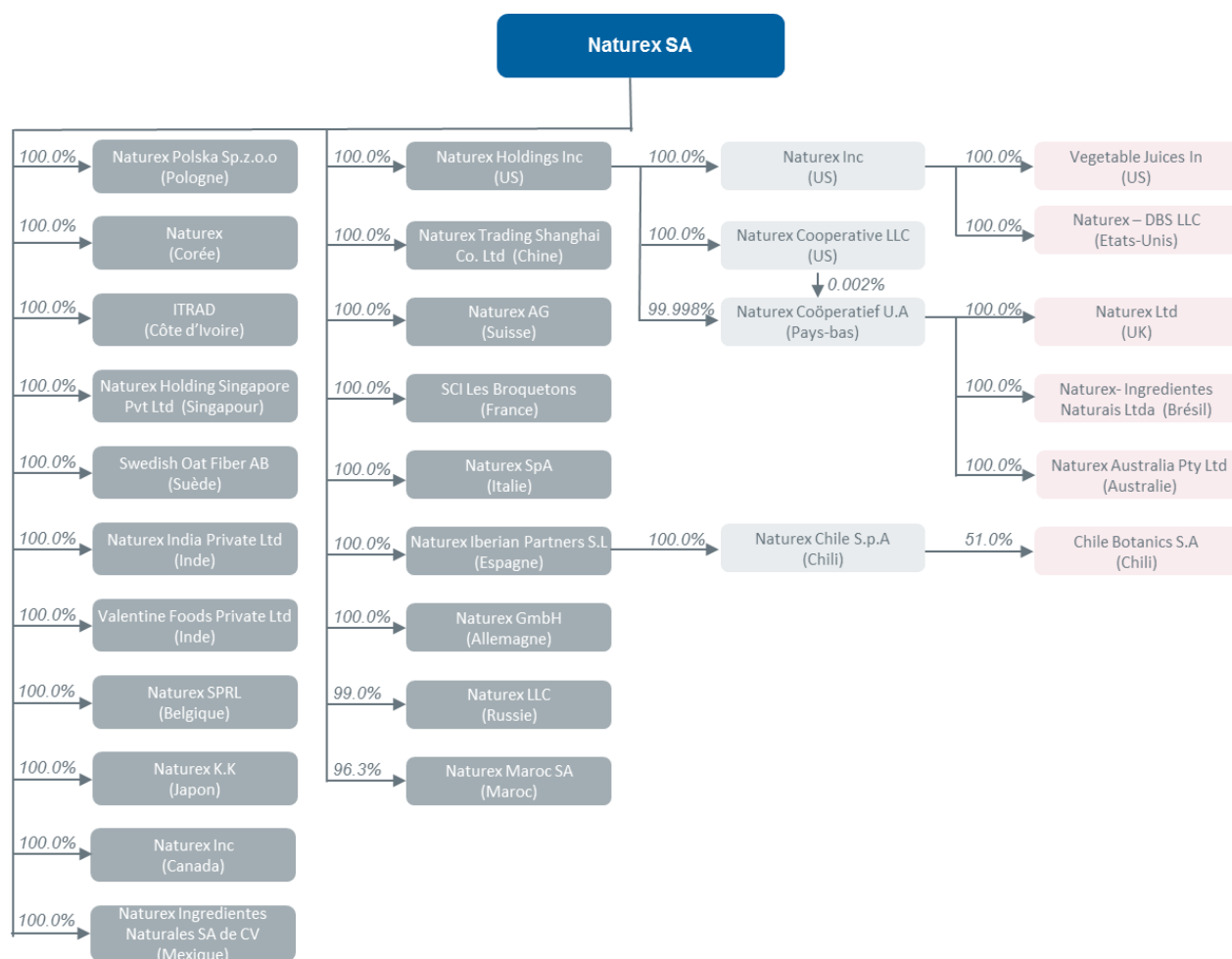
En octobre 2014, Olivier Rigaud est nommé Directeur Général de Naturex. Le 24 juin 2015, Paul Lippens est nommé Président du Conseil d'Administration de Naturex.

En juin 2015, Naturex dévoile son plan stratégique à 5 ans : « *Bright 2020* » (le plan est présenté au § 1.2.2.4 du présent document), qui s'inscrit dans la continuité du plan « *Conquest, Cash & People* » lancé en janvier 2015.



1.2.2.1 Organigramme du Groupe

Le périmètre du groupe Naturex au 31 décembre 2017 est le suivant :



1.2.2.2 Implantation géographique

Naturex a très tôt initié son développement à l'international de façon à pouvoir d'une part étoffer sa gamme de produits issus d'ingrédients naturels, et d'autre part être au plus près des plantations de ces produits.

Le Groupe est aujourd'hui présent dans 20 pays, et dispose de 16 usines de production, 8 bureaux d'achats et 24 bureaux commerciaux.



1.2.2.1 Présentation du process industriel de Naturex

Le cœur de métier de Naturex repose sur la maîtrise des technologies d'extraction, de purification et de formulation sous forme de poudres ou de liquides.

Le schéma industriel du Groupe repose ainsi sur plusieurs étapes :

Le Sourcing

Le *sourcing* des matières premières représente un enjeu crucial qui permet de sécuriser l'approvisionnement des sites. Cette phase comprend, la recherche et l'identification des producteurs, l'analyse des propriétés des produits et la contractualisation de l'approvisionnement.

L'Extraction

Une fois la matière première acheminée, celle-ci fait l'objet d'une étape d'extraction de la molécule souhaitée, puis de concentration.

L'extraction consiste à identifier et à extraire les principes actifs et propriétés (colorantes, aromatiques, texturantes, antioxydantes) contenus dans les végétaux. Après récolte, séchage et broyage, les plantes sont plongées dans un solvant présentant une affinité avec les molécules à extraire. Un système de filtration sépare ensuite le mélange solvant/composés d'intérêt de la structure de la plante.

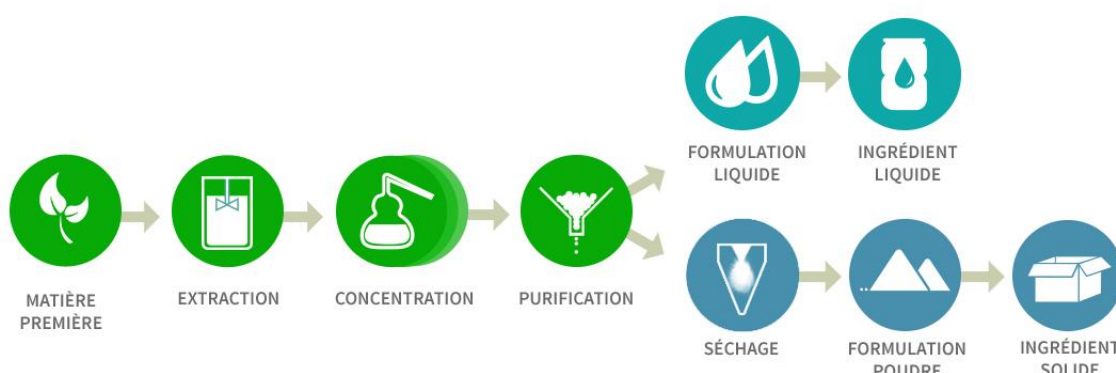
Le solvant est finalement évaporé et recyclé à basse température pour concentrer les molécules actives.

La Purification

Une fois le concentré obtenu, celui-ci est purifié. Les extraits bruts sont ajoutés à une solution liquide qui, en se déplaçant, va entraîner les molécules à travers un support purifiant. En fonction de leurs propriétés physicochimiques, les molécules vont prendre de l'avance ou du retard dans le flux, ce qui permet de les isoler d'autres molécules non désirées et de concentrer leur effet.

La Formulation

Une fois les actifs purifiés récoltés, ceux-ci peuvent faire l'objet soit d'une formulation liquide, soit d'une formulation sous forme de poudre. Emulsion, suspension, dispersion sont les techniques utilisées pour faciliter l'incorporation de la formulation liquide dans des applications variées. La formulation en poudre est opérée à l'issue de l'opération de séchage.



Source : Naturex / <http://www.naturex.fr/Nos-activites/Production#Les-etapes-cles>

Naturex est reconnu pour son savoir-faire de production d'ingrédients de spécialité d'origine naturelle.

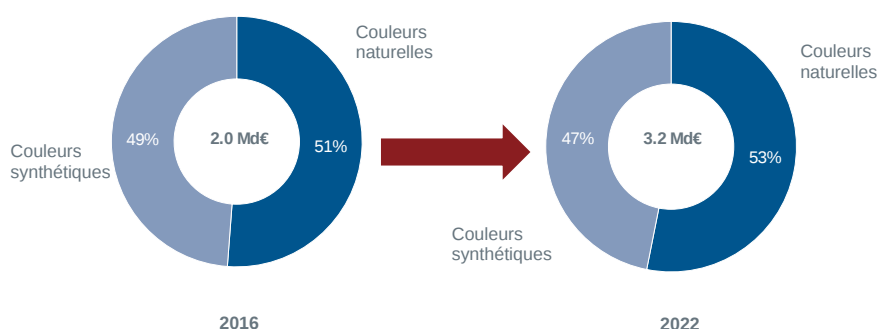
1.2.2.2 Dynamiques des marchés sur lesquels opère Naturex

Les principaux marchés de Naturex sont les couleurs naturelles, les antioxydants naturels, les fruits et légumes de spécialité, et les phyto-actifs.

Le marché des couleurs naturelles

Le marché global **des couleurs** à destination de l'industrie alimentaire a atteint en 2016 près de 2,0 Md€, dont 1,0 Md€ pour les couleurs naturelles¹. Ce marché se caractérise par l'exigence croissante des consommateurs pour des ingrédients labélisés et certifiés. L'innovation joue également un rôle important en termes de produits (*Coloring Foodstuff*) et de techniques (développement de nouvelles techniques d'émulsions).

La transition des ingrédients synthétiques vers les ingrédients naturels observée dans l'industrie alimentaire s'opère également dans le sous-segment des couleurs. Cette évolution devrait se traduire par un gain de part de marché des couleurs naturelles entre 2016 et 2022 sur un marché globalement en croissance :



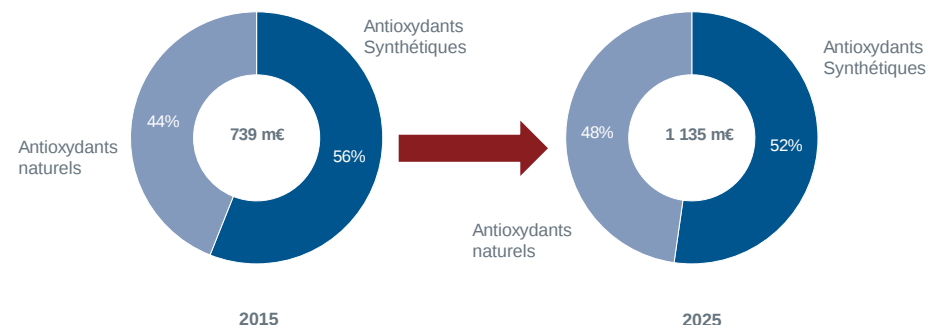
Source: MarketsandMarkets, Investment research, Naturex et Arthur D. Little

Ce marché de niche est dominé par trois acteurs : Chr. Hansen (c. 20% de parts de marché en 2016), Sensient (c. 15% de parts de marché en 2016) et GNT (c. 10-12% de parts de marché en 2016). Naturex estime sa part de marché entre 4% et 5% en 2016, ce qui situe le Groupe en 4^{ème} position.

¹ Présentation du *Board Strategy day* du 8 novembre 2017

Le marché des antioxydants

Le marché des **antioxydants** à destination de l'industrie alimentaire a atteint 739 m€ en 2016, dont 325 m€ pour les antioxydants naturels¹. Les antioxydants d'origine synthétiques restent majoritaires sur ce sous-segment de marché, notamment grâce à un meilleur coût de revient, mais devraient connaître une croissance plus faible que les antioxydants d'origine naturelle entre 2015 et 2025. L'exigence croissante des consommateurs pour plus de produits labélisés et l'évolution de la réglementation sont les principaux moteurs de cette dynamique.

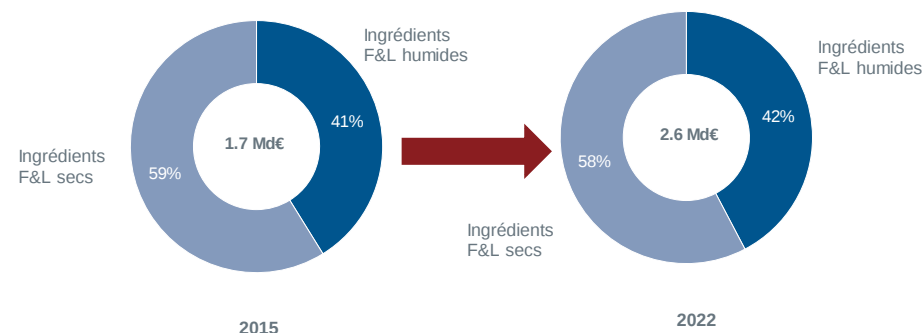


Source: MarketsandMarkets, Investment research, Naturex et Arthur D. Little

Le romarin, un antioxydant naturel et l'un des produits clés de Naturex, devrait connaître une croissance annualisée de 6% pour atteindre 260 m€ en 2025.

Le marché des fruits et légumes de spécialité

Le marché des **fruits et légumes de spécialité** a atteint 1,7 Md€ en 2015, et devrait atteindre 2,6 Md€ en 2022 (soit 6,5% de croissance annualisée)². La dynamique du marché est notamment portée par l'attrait croissant des consommateurs pour les produits sains. Un risque de banalisation existe cependant sur certains ingrédients (par exemple : les tomates).



Source: MarketsandMarkets, Investment research, Naturex et Arthur D. Little

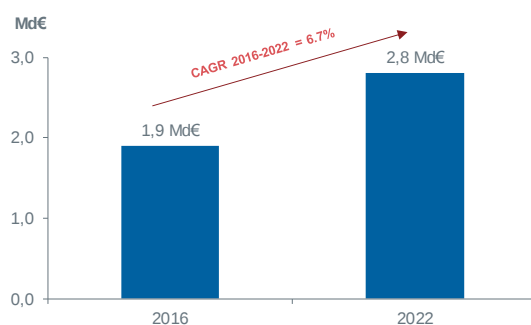
Naturex dispose d'une part de marché estimée entre 4% et 6% sur ce marché fragmenté. Symrise via sa filiale Diana est l'acteur dominant du marché des ingrédients de spécialité F&L humides avec une part de marché d'environ 11%.

² Présentation du Board Strategy day du 8 novembre 2017

Le marché des phyto-actifs

Le marché des ingrédients phyto-actifs à destination des compléments alimentaires a atteint 1,9 Md€ en 2016 et devrait atteindre 2,8 Md€ en 2022. La consommation croissante de compléments alimentaires et de médicaments à base de plantes devrait soutenir une progression annualisée du marché de +6,5% entre 2016 et 2022³.

Naturex est leader sur le marché des phyto-actifs à destination des marchés de la nutrition et de la santé avec environ 7% de part de marché.



Source: MarketsandMarkets, Investment research, Naturex et Arthur D. Little

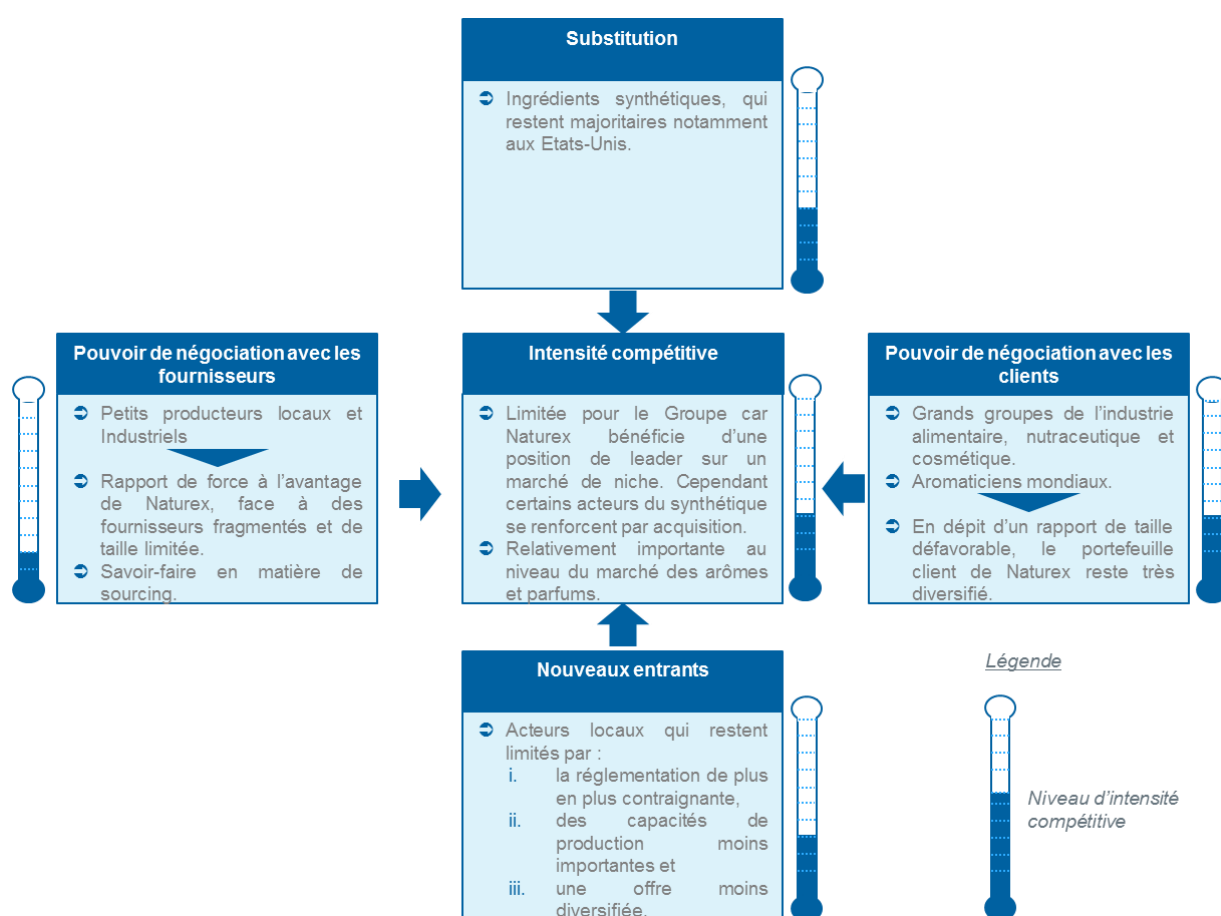
³ Présentation du *Board Strategy day* du 8 novembre 2017

1.2.2.3 Analyse de l'intensité concurrentielle

Naturex est exposé à une intensité concurrentielle relative car (i) le Groupe bénéficie d'une position de leader sur un marché de niche et (ii) ses portefeuilles de clients et de fournisseurs sont faiblement concentrés (pour information, les 10 premiers clients du Groupe représentent 2,3% du chiffre d'affaires en 2017).

Par ailleurs, la profondeur du *sourcing* des matières premières, le poids de la réglementation et la nécessité de disposer d'une offre diversifiée et des capacités de production associées constituent autant de barrières à l'entrée qui limitent le nombre de nouveaux entrants.

Néanmoins, le développement de la tendance « naturelle » pourrait conduire certains producteurs d'ingrédients de spécialité d'origine synthétique à intensifier leur concurrence, à l'image du rapprochement intervenu entre IFF et Frutarom, annoncé le 7 mai 2018.



1.2.2.4 Matrice d'analyse SWOT

Les forces, faiblesses, opportunités et menaces auxquelles la Société est confrontée sont synthétisées dans la matrice SWOT ci-dessous :

Forces	Faiblesses
• Implantation sur le marché de niche en croissance des ingrédients de spécialité d'origine naturelle. • Leadership sur ce marché. • Positionnement transverse permettant de servir les industries alimentaires, de la santé et de la cosmétique. • Importantes capacités d'approvisionnement, grâce à 8 bureaux d'achats locaux, et un processus qualité assurant la traçabilité des produits. • Empreinte géographique élargie avec 16 sites de production répartis sur l'ensemble des continents lui assurant une proximité avec les clients locaux. • Capacité à réaliser avec succès des opérations de croissance externe (plus d'une quinzaine d'acquisitions).	• Taille moyenne sur le marché des ingrédients de spécialité. • Relances de la croissance organique et de l'innovation à concrétiser. • Impact de la politique de réduction du nombre de références en stock (SKU) sur les relations commerciales. • Coûts fixes importants pouvant fortement impacter la marge en cas de retournement de marché ou ralentissement de la croissance. • Présence dans les pays émergents encore limitée. • Restructuration du portefeuille produits pouvant altérer la croissance organique. • Forte exposition au marché U.S. et au dollar. • Evolution du marché U.S. des compléments alimentaires.
Opportunités	Menaces
• Accélération de la transition de marché des ingrédients synthétiques vers les ingrédients naturels, soutenue par les changements de comportement des consommateurs. • Gains de part de marché attendus et consolidation d'un marché « ingrédients naturels » encore fragmenté. • Accélération du développement des ingrédients sous licence, sur lesquels Naturex est bien positionné. • Arrivée de nouveaux acteurs sur le marché des compléments alimentaires (i.e. Amazon). • Potentiel de croissance des marges grâce à la saturation des capacités de production. • Potentiels de croissance des marges et d'une meilleure gestion des stocks grâce à l'implémentation d'un ERP, aux futurs CAPEX industriels et à l'optimisation des capacités industrielles (9 sites en Europe). • Potentiel de croissance à long terme compte tenu de la présence encore limitée dans les pays émergents.	• Renforcement de la concurrence avec l'émergence de nouveaux acteurs. • Consolidation du marché par des acteurs industriels (e.g. arômes et parfums, agro-alimentaire, chimie), conduisant par ailleurs à une hausse des multiples de transactions pouvant freiner la stratégie de croissance externe de Naturex. • Evolution potentielle de la réglementation vers d'avantage de contrôles sur les ingrédients naturels, pouvant augmenter les coûts de production. • Multiplication des producteurs locaux pouvant entraîner un renforcement de la concurrence. • Les impacts potentiels de campagnes médias négatives sur les effets de certains produits.

Le positionnement du Groupe sur un marché en croissance, son *leadership*, ses capacités de *sourcing* et de production sont des atouts-clés, mais il doit encore concrétiser sa relance de la croissance organique et de l'innovation.

Malgré un renforcement attendu de la concurrence et l'alourdissement de la réglementation, le Groupe dispose d'un potentiel significatif de croissance de son activité et de ses marges.

1.2.2.5 Plan stratégique « Bright 2020 »

Le 30 juin 2015, Naturex a présenté le plan « *Bright 2020* » visant à définir la stratégie et les objectifs opérationnels et financiers du Groupe à horizon 5 ans. Le plan est construit autour de 3 axes stratégiques : « *care* », « *execute* » et « *grow* ».

L'axe « **care** » est fondé sur deux piliers que sont le développement durable et celui de la culture d'entreprise et des compétences des salariés.

Il vise à ce que le développement du Groupe soit respectueux de l'environnement notamment à travers la mise en place de filières durables et la réduction de l'empreinte environnementale du Groupe. Une attention particulière est également portée aux conditions de vie des employés des pays dans lesquels Naturex source ses matières premières.

L'axe « **execute** » du plan prévoit une réorganisation du groupe avec la création de deux plateformes « *my natural food* » et « *my natural selfcare* » permettant de développer une approche centrée sur le consommateur et plus uniquement sur le savoir-faire industriel. Le souhait est également de rationaliser le portefeuille de produits en se concentrant sur 4 produits-clés sur lesquels une position de leader est visée (Top 3) : les couleurs naturelles, les antioxydants naturels, les fruits et légumes de spécialité et les phyto-actifs.

Enfin, l'axe « **grow** » identifie les principales opportunités de croissance du groupe à l'horizon 2020, en mettant en avant les marchés émergents, ainsi que l'innovation et la science.

Le plan stratégique et opérationnel se décline en plusieurs objectifs communiqués au marché. A horizon 2020, Naturex vise :

En termes financiers :

- Entre 8% et 10% de croissance du chiffre d'affaires.
- 20% de marge d'EBITDA.
- Un ratio FCF/EBITDA supérieur à 25%.

En termes opérationnels :

- 10% du chiffre d'affaires issu des nouveaux produits.
- 25% du chiffre d'affaires issu des pays émergents.
- Moins de 5% de taux d'attrition du personnel.

1.2.2.6 Performances financières historiques

Naturex publie ses comptes consolidés selon les principes des normes IFRS et les clôture au 31 décembre de chaque année.

Analyse bilancielle

En m€	Bilan économique					
	déc.-12	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17
Immobilisations incorporelles	127,1	125,4	182,1	195,3	193,1	225,9
<i>Goodwill</i>	114,9	111,8	159,4	173,6	174,4	191,6
<i>Autres immobilisations incorporelles</i>	12,2	13,6	22,7	21,7	18,7	34,3
Immobilisations corporelles	117,0	128,1	146,0	151,9	154,1	145,1
Immobilisations financières	4,9	1,7	1,9	2,0	14,0	10,2
Actif immobilisé	248,9	255,2	330,0	349,2	361,2	381,2
Stocks	137,2	155,6	164,6	159,0	184,5	154,6
Créances clients	71,1	79,9	80,5	79,6	79,8	84,8
Dettes fournisseurs	(64,5)	(58,6)	(63,5)	(82,6)	(67,9)	(68,7)
Besoin en fonds de roulement	143,7	176,9	181,6	156,0	196,4	170,8
Créances d'impôt exigibles	1,2	1,3	4,9	3,4	7,7	5,6
Dettes fiscales	(2,8)	(4,2)	(1,4)	(1,9)	(4,7)	(3,0)
Besoin en fonds de roulement hors exploitation	(1,6)	(2,9)	3,5	1,5	3,1	2,6
Actif économique	391,0	429,2	515,1	506,7	560,7	554,6
Impôts différés actifs	2,3	6,7	9,1	6,1	9,5	12,7
Impôts différés passifs	(10,3)	(10,8)	(9,8)	(11,2)	(10,5)	(11,3)
Impôts différés	(8,0)	(4,0)	(0,7)	(5,1)	(1,0)	1,4
Provisions pour risques	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(1,1)	(3,9)	(2,1)
Provisions pour charges	-	-	-	-	-	-
Provisions pour risques et charges	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(1,1)	(3,9)	(2,1)
Provisions pour retraites	(4,9)	(4,0)	(7,6)	(10,4)	(12,5)	(7,9)
Actifs financiers courants	-	-	2,7	-	2,9	3,6
Titres mis en équivalence	-	4,3	3,9	-	-	-
Cash et équivalents	10,6	12,6	29,3	57,9	22,4	15,5
Actifs non courants détenus en vue de la vente	-	-	1,2	9,3	3,3	-
Dettes financières court terme	(58,1)	(72,3)	(18,0)	(29,0)	(52,5)	(28,8)
Dettes financières long terme	(69,3)	(91,0)	(171,7)	(159,0)	(143,8)	(157,8)
Instruments dérivés nets	(2,3)	(1,2)	(2,3)	(2,2)	(3,0)	(1,7)
Dettes financières nettes	(119,2)	(147,6)	(154,8)	(123,0)	(170,7)	(169,2)
Intérêts minoritaires	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,6)
Actif net comptable	258,2	272,8	351,0	366,6	372,2	376,2

Source : Informations Management

KPIs

BFR (% du CA)	47,9%	55,1%	55,5%	39,2%	48,6%	42,2%
ROCE	9,8%	8,3%	3,6%	4,5%	6,3%	7,9%

Actif immobilisé

L'actif immobilisé est essentiellement constitué au 31 décembre 2017 (i) de *goodwills* s'élevant à 191,6 m€ et résultant de la politique de croissance externe menée par la Société, et (ii) d'immobilisations corporelles ressortant à 145,1 m€ correspondant aux terrains et autres installations techniques des 16 sites (c. 45% de la valeur brute initiale).

Besoin en Fonds de Roulement

Le Besoin en Fonds de Roulement (« BFR ») d'exploitation du Groupe s'élève au 31 décembre 2017 à 170,8 m€, soit 42,2% du chiffre d'affaires. Il est essentiellement constitué des stocks (154,6 m€ au 31 décembre 2017, produits finis et en cours de production surtout), dont le niveau reflète la profondeur du portefeuille de références (6 500).

Dettes financières nettes

La dette financière nette du Groupe s'établit à (169,2) m€ au 31 décembre 2017. Au cours de l'année 2017, le Groupe a refinancé sa dette financière quasiment entièrement en opérant d'une part (i) le remboursement total du crédit structuré pour un montant de (128,6) m€ et d'autre part (ii) en concluant une nouvelle convention de crédit représentant une dette de (150,5) m€. Le Groupe a également annoncé le 29 décembre 2017 avoir procédé à la conversion en actions nouvelles de la totalité des OCEANES, ce qui a permis de réduire l'endettement du Groupe de (18,3) m€. La trésorerie du Groupe s'établit à 15,5 m€.

Actif net comptable

L'actif net comptable s'établit au 31 décembre 2017 à 376,2 m€ en progression de 4,0 m€ par rapport à 2016.

Analyse du Compte de résultat

En m€	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A
	décembre	décembre	décembre	décembre	décembre	décembre
Chiffre d'affaires	299,8	320,8	327,4	397,8	404,4	404,9
Production stockée	14,9	14,8	(0,6)	(20,0)	19,4	(14,6)
Achats consommés	(139,2)	(139,6)	(132,7)	(148,0)	(179,4)	(154,2)
Marge brute	175,5	196,0	194,1	229,7	244,3	236,1
Autres achats et charges externes	(72,7)	(81,6)	(85,7)	(94,6)	(96,5)	(86,5)
Charges de personnel (excl. CICE)	(58,4)	(69,4)	(77,8)	(90,5)	(95,0)	(96,2)
CICE	-	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6
Autres charges	(4,4)	(1,3)	(0,8)	(0,8)	(0,6)	(0,8)
Dotations aux provisions pour risques et charges	(15,2)	(17,7)	(22,0)	(25,1)	(27,0)	(25,9)
Autres produits d'exploitation	11,0	9,1	6,5	7,1	5,8	6,6
Résultat opérationnel courant (EBIT)	35,9	35,3	14,8	26,3	31,5	33,9
Autres charges opérationnelles non courantes	(4,4)	(0,8)	(7,1)	(3,2)	(7,6)	(10,7)
Autres produits opérationnels non courants	6,1	-	-	-	2,9	0,1
Résultat opérationnel	37,7	34,5	7,7	23,1	26,7	23,3
Quote-part des sociétés mises en équivalence	-	(0,1)	(0,9)	-	-	-
Résultat financier	(6,0)	(8,5)	(8,8)	(8,4)	(1,6)	(6,2)
Résultat exceptionnel	-	-	-	-	-	-
Impôt sur les sociétés	(8,7)	(9,0)	(2,1)	(11,3)	(7,2)	(5,3)
Résultat net de la période	22,9	16,8	(4,1)	0,6	17,9	11,8
Résultat net part des intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du Groupe	22,9	16,8	(4,1)	0,6	17,9	11,8
Résultat net des activités poursuivies	22,9	16,8	(4,1)	3,3	17,9	11,8
Résultat net des activités abandonnées	-	-	-	(2,8)	(0,1)	-
Ajustements des stocks obsolètes	-	-	-	2,8	2,9	4,2
Amortissements	15,2	17,7	22,0	25,1	27,0	25,9
DAP	15,2	17,7	22,0	25,1	27,0	25,9
EBITDA	51,1	53,0	36,8	54,2	61,4	64,0

Source : Informations Management

KPIs

CA (croissance %)	n.a.	7,0%	2,0%	21,5%	1,6%	0,1%
Marge brute (% du CA)	58,5%	61,1%	59,3%	57,7%	60,4%	58,3%
CICE (% des charges de personnel)	-	0,4%	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%
EBIT (% du CA)	12,0%	11,0%	4,5%	6,6%	7,8%	8,4%
DAP (% du CA)	5,1%	5,5%	6,7%	6,3%	6,7%	6,4%
EBITDA (% du CA)	17,0%	16,5%	11,2%	13,6%	15,2%	15,8%

Depuis la disparition de Jacques Dikansky en 2012, le groupe Naturex a connu deux phases distinctes de son évolution. Une première phase a été caractérisée par (i) la poursuite de la politique de croissance externe (5 acquisitions entre 2012 et 2014), mais aussi par (ii) la dégradation de sa rentabilité et (iii) une rotation élevée des équipes. Le Groupe a enregistré en 2014 une perte nette de (4,1) m€, notamment en raison de l'alourdissement des charges de personnel passées de (19,5)% du chiffre d'affaires en 2012 à (23,8)% en 2014.

En 2014, Olivier Rigaud a été nommé Directeur Général et le Groupe est entré dans une seconde phase visant à restaurer à la fois la croissance organique et la rentabilité. Les mesures mises en œuvre ont permis de restaurer les résultats du Groupe, la marge d'EBIT s'élevant à 8,4% en 2017 (à comparer à 4,5% en 2014). La croissance organique du 4^{ème} trimestre 2017 semble s'inscrire dans une dynamique haussière.

Evolution du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires consolidé de Naturex sur l'exercice 2017 s'établit à 404,9 m€, un niveau quasi-stable par rapport à 2016 (+0,1%). Depuis la présentation du plan « *Bright 2020* », la croissance annuelle moyenne de Naturex ressort à +0,9 %, en-deçà des ambitions initiales.

Les facteurs expliquant ce retard sont notamment la mise en œuvre de la politique de rationalisation du nombre de références en stock, une forte rotation des équipes commerciales, la perte de quelques

clients et les perturbations sur le marché américain des compléments alimentaires. Par ailleurs, le Groupe a réalisé des acquisitions ciblées visant à compléter le portefeuille de produits existants, plutôt que des acquisitions plus contributives en terme de chiffre d'affaires.

Résultats

Au 31 décembre 2017, l'EBITDA consolidé du Groupe s'élève à 64,0 m€ (hors impact des stocks obsolètes) en progression de +4,2 % par rapport à 2016 et extériorisant une marge de 15,8%, en croissance continue depuis 2014 (11,2%). Le résultat opérationnel courant s'établit à 33,9 m€ en progression de +7,7 % par rapport à 2016, soit une marge d'EBIT de 8,4%. L'impact de la rationalisation des stocks pèse pour 4,2 m€ (soit 1,0% du chiffre d'affaires).

Le résultat net part du groupe ressort à 11,8 m€ au 31 décembre 2017 en baisse de (33,8)% par rapport à 2016. La baisse est liée à la dégradation (i) du résultat financier, de (1,6) m€ à (6,2) m€ du fait de l'augmentation du coût de l'endettement net et de l'impact de change défavorable, et (ii) des éléments non récurrents, passés de (4,8) m€ à (10,6) m€ (dont 7,8 m€ de dépréciation d'actifs des sites industriels en Espagne et en Inde et 2,6 m€ de frais d'acquisition).

Flux de trésorerie opérationnels

Les flux de trésorerie d'exploitation, définis comme l'EBITDA net de la charge d'impôt sur les sociétés, la variation du BFR et les investissements nets opérationnels, sont très sensiblement impactés sur les 5 dernières années par la variation de BFR, et donc l'évolution des stocks de fin d'année.

En m€	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A
EBITDA	53,0	36,8	54,2	61,4	64,0
(-) Impôt sur les sociétés	(9,0)	(2,1)	(11,3)	(7,2)	(5,3)
(-) CAPEX	(28,4)	(26,4)	(21,8)	(17,8)	(21,6)
FCF avant prise en compte de l'impact BFR	15,6	8,4	21,1	36,4	37,0
(-) Variation BFR	(33)	(5)	26	(40)	26
FCF	(17,6)	3,6	46,7	(4,0)	62,6

Sources : Comptes consolidés, analyses Eight advisory

Retraités de la variation de BFR, les flux de trésorerie d'exploitation ont toujours été positifs sur les 5 dernières années, avec un creux en 2014 à 8,4 m€ et une amélioration continue depuis (37,0 m€ en 2017) et plus ample que celle des résultats, en raison notamment du contrôle des investissements.

Malgré un pic en 2016, le BFR est dans une dynamique baissière grâce à une diminution des stocks (40,0% et 38,2% du chiffre d'affaires en 2015 et 2017 vs. entre 45,6% et 50,3% en 2013, 2014 et 2016), reflétant les effets positifs du déploiement de la catégorisation des stocks et l'accélération de la réduction du nombre de références. Pour rappel, le Groupe est passé de près de 8 500 références en 2015 à 6 500 à fin 2017.

Return On Capital Employed (ROCE) et création de valeur

Le ROCE se définit comme le rapport entre l'EBIT après impôt (ou NOPAT : *Net Operating Profit After Tax*) et le montant des capitaux employés (BFR et actif immobilisé hors *goodwill*).

En m€	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A
Résultat opérationnel courant (EBIT)	35,9	35,3	14,8	26,3	31,5	33,9
Impôt sur les sociétés	(8,7)	(9,0)	(2,1)	(11,3)	(7,2)	(5,3)
NOPAT (A)	27,2	26,2	12,7	14,9	24,3	28,6
Capitaux Employés (hors Goodwill)	276,1	317,3	355,7	333,1	386,3	363,0
Hypothèse de taux de rendement	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
Rendement des Capitaux Employés (B)	17,9	20,6	23,1	21,7	25,1	23,6
Création de valeur (C) = (A) - (B)	9,2	5,6	(10,4)	(6,7)	(0,8)	5,0
NOPAT (A)	27,2	26,2	12,7	14,9	24,3	28,6
Capitaux Employés (hors Goodwill)	276,1	317,3	355,7	333,1	386,3	363,0
ROCE	9,8%	8,3%	3,6%	4,5%	6,3%	7,9%

Sources : Comptes consolidés, analyses Eight advisory

Nous constatons que le ROCE du Groupe a sensiblement diminué entre 2012 et 2014 passant de 9,8% à 3,6%, à comparer à un coût moyen pondéré du capital estimé à date à 6,5% (Cf. §3.2.3 pour le détail du calcul). En retenant ce niveau comme hypothèse sur les années 2012 à 2017, ce niveau de ROCE induirait donc une destruction de valeur sur la période.

Depuis 2015, le ROCE se redresse de manière continue et nous constatons que la période de destruction de valeur a pris fin. Une plus grande création de valeur, en ligne avec les niveaux de ROCE atteints en moyenne par les sociétés cotées du même univers (12,8%, Cf. paragraphe 3.2.1 - Comparabilité de l'échantillon retenu), est fonction de la capacité du groupe à accroître encore ses marges et poursuivre la réduction du BFR (le niveau des stocks de Naturex est nettement supérieur à la moyenne sectorielle).

2 Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à mettre en œuvre une approche multicritère d'évaluation des actions de la société Naturex et à analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre mentionnés dans le projet de Note d'information qui nous a été remis.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, document de référence, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2017 et antérieurs.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à de nombreuses reprises avec le management de la Société, ses administrateurs indépendants, et leurs conseils respectifs, ainsi qu'avec l'Initiateur et ses conseils, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les éléments prévisionnels.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursières, nous avons utilisé les informations publiques disponibles sur nos bases de données relatives aux sociétés comparables.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de la banque présentatrice de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix de l'Offre et résumés dans le projet de Note d'information qui nous a été remis. Dans ce cadre, nous avons discuté à plusieurs reprises avec les représentants de la banque.

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

3 Evaluation des actions de la société Naturex S.A.

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la Société. Il convient à ce titre de préciser que les travaux d'évaluation de l'établissement présentateur nous ont été communiqués en cours de mission.

3.1 Méthodes d'évaluation écartées

3.1.1 Actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels de la Société (notamment ses clients) n'est reflétée que partiellement à son bilan. Pour mémoire, l'actif net comptable s'établit à 376,2 m€ au 31 décembre 2017 pour 9 568 951 actions (hors prise en compte des instruments dilutifs), soit une valeur par action égale à 39,3 €.

3.1.2 Actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs figurant au bilan. Cette méthode nous paraît peu adaptée s'agissant d'une société industrielle et commerciale opérant dans un contexte international, dont les actifs sont principalement immatériels (portefeuille clients, savoir-faire scientifique / R&D / logistique, capital humain, etc.).

3.1.3 Méthode du rendement

Cette méthode consiste à actualiser les dividendes prévisionnels ou à capitaliser à l'infini le dernier dividende connu. Sur les derniers exercices, la Société n'a procédé à aucune distribution de dividende et ne prévoit pas d'en effectuer à court ou moyen terme.

3.2 Méthodes d'évaluation retenues

3.2.1 Eléments communs aux méthodes

Nombre de titres de référence

Le capital social de la Société est constitué au 4 juin 2018 de 9 568 951 actions, dont 4 637 autocontrôlées. En accord avec la pratique de place concernant le traitement d'actions autocontrôlées, nous avons fondé nos travaux sur un nombre d'actions reflétant la situation après prise en compte des titres dilutifs et annulation de ces actions auto-détenues, soit 9 710 079 actions.

Actionnaires	Nombre d'actions détenues	% du capital avant prise en compte des titres dilutifs
Givaudan (via SGD)	2 306 839	24,11 %
Givaudan (en direct)	1 565 806	16,36 %
Total actions détenues par Givaudan	3 872 645	40,47 %
Auto-détention Naturex S.A.	4 637	0,05 %
Total Public	5 691 669	59,48 %
Total actions avant prise en compte des instruments dilutifs	9 568 951	100,00 %
Options de souscription (1)	12 510	
Actions gratuites (2)	133 255	
Total actions après prise en compte des instruments dilutifs	9 714 716	
Total actions après prise en compte des instruments dilutifs et hors autocor	9 710 079	

(1) composées des 3 510 options du plan n°16 et des 9 000 options du plan n°17

(2) composées des titres acquis des plans n°1, 2, 3 et 3bis

Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres

Nos calculs sont effectués en date du 31 mai 2018 et sont fondés sur le dernier bilan audité et communiqué par la Société, et ajustés des éléments postérieurs à la clôture communiqués par le management.

La dette financière nette ajustée de (152,5) m€ intègre les principaux éléments suivants :

- la dette financière nette au 31 décembre 2017, soit (169,2) m€ (Cf paragraphe 1.2.2.6) ;
- le cash-flow intercalaire estimé sur la période allant du 1^{er} janvier 2018 au 31 mai 2018, soit 9,1 m€ ;
- les actifs financiers non courants pour 8,1 m€ (hors dépôts) ;
- la trésorerie issue de l'exercice des stock-options opéré entre le 1^{er} janvier 2018 et le 4 juin 2018, ainsi que les montants liés à l'exercice des stocks options en circulation au 31 mai 2018, soit un montant total de 2,0 m€ ;
- la valeur comptable des déficits reportables présentés au bilan pour un montant de 6,0 m€⁴ ;
- le montant des créances d'impôt exigibles pour 5,6 m€, relative à l'excédent d'impôt payé par le Groupe aux Etats-Unis notamment ;
- l'ajustement du BFR relatif à l'impact des stocks obsolètes sur 2018 et ressortant à (5,4) m€
- les provisions pour retraites, soit (7,9) m€ ; et
- les intérêts minoritaires pour un montant de (0,6) m€.

Composition de l'échantillon des sociétés comparables retenues pour le calcul des paramètres d'évaluation

Une société cotée peut être considérée comme comparable dès lors qu'elle présente de réelles similitudes avec la société analysée en termes de domaine d'activité (services, clientèle, secteur géographique), taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché), niveau et structure des marges, perspectives de croissance de chiffre d'affaires, de marges et de flux de trésorerie.

Leader sur un segment de niche du marché, la Société n'a pas de comparable direct. Nous avons toutefois constitué un échantillon de 10 groupes opérant dans le même univers sectoriel : 5 sociétés appartenant au sous-segment « arômes et parfums », 4 sociétés appartenant au sous-segment « ingrédients pour l'industrie alimentaire » et 1 société appartenant au sous-segment « ingrédients de spécialité ». Cet échantillon a été utilisé pour l'estimation des paramètres d'évaluation (taux d'actualisation et multiples boursiers).

⁴ Le Groupe dispose de déficits reportables significatifs qui ne sont pas reconnus au bilan, notamment en Espagne, en Inde et en Pologne. Les analyses menées par le Management sur la base de plan d'affaires spécifiques pour chaque pays ne permettent pas d'avoir une visibilité suffisante quant à la capacité d'apurer ces déficits. Compte tenu des éléments disponibles, nous avons considéré que la valeur comptable des impôts différés reconnus au bilan était une approximation raisonnable de la valeur actualisée des déficits reportables du Groupe.

Nous avons sélectionné les 5 sociétés leaders sur le segment « arômes et parfums » :

- Givaudan SA : fabricant suisse d'arômes et parfums à partir d'ingrédients naturels et synthétiques et actuel leader du marché. La société vend ses produits aux industries alimentaires, cosmétiques et de biens de consommations.
- Frutarom : fabricant israélien d'arômes et parfums s'est développé très rapidement par croissance externe (i.e. 12 acquisitions en 2017). Frutarom produit principalement des arômes pour l'industrie alimentaire (75% du CA 2017) et des ingrédients pour les industries cosmétiques, alimentaires et nutritifs. Il s'agit notamment d'un concurrent de Naturex sur les marchés des couleurs naturelles, des conservateurs et des phyto-actifs.
- Sensient : fabricant américain de couleurs, d'arômes et parfums à destination des industries alimentaires, cosmétiques et pharmaceutiques. Sensient est en concurrence avec Naturex sur les marchés des couleurs naturelles et des fruits et légumes.
- Symrise : producteur allemand d'arômes et parfums également présent sur le marché des ingrédients naturels, notamment depuis l'acquisition de Diana en 2014. Symrise est en concurrence avec Naturex sur les segments des couleurs naturelles et des fruits et légumes.
- IFF : fabricant américain d'arômes et parfums à destination des industries alimentaires, cosmétiques et des produits ménagers. La société possède un portefeuille d'activité équilibré entre arômes (48% du CA 2017) et parfums (52% du CA 2017).

Nous avons sélectionné les sociétés suivantes sur le marché « ingrédients pour l'industrie alimentaire » :

- McCormick & Company : le groupe fabrique, commercialise et distribue des produits d'assaisonnement (épices, fines herbes, extraits, arômes) et autres produits alimentaires spécialisés. Ses produits sont vendus à des entreprises des services alimentaires, des fabricants et des magasins de détail.
- Tate & Lyle : producteur britannique d'ingrédients et de solutions principalement à destination de l'industrie alimentaire. Tate & Lyle est en concurrence avec Naturex sur le marché des phyto-actifs.
- Ingredion : producteur américain d'ingrédients à destination des industries alimentaires, cosmétiques et des produits ménagers. Ingredion est en concurrence avec Naturex sur le marché des phyto-actifs.
- Kerry Group : producteur irlandais d'arômes et d'ingrédients à destination des industries alimentaires et des pharmaceutiques. Il dispose également d'activités B2C dans les aliments réfrigérés. Le groupe Kerry est en concurrence avec Naturex sur les marchés des fruits et légumes.

Sur le marché « ingrédients de spécialité », nous avons sélectionné la société suivante :

- Chr. Hansen : producteur danois d'ingrédients, d'enzymes et de probiotiques à destination des industries agro-alimentaires, nutritives et pharmaceutiques. Il est en concurrence avec Naturex sur les marchés des couleurs naturelles.

Comparabilité de l'échantillon retenu

Les profils de croissance du chiffre d'affaires et de taux de marge d'EBITDA des sociétés de l'échantillon sont présentés dans le tableau ci-dessous.

Société	Pays	Capitalisation boursière (m€)	Chiffre d'affaires (croissance %)			EBITDA (% du CA)		
			FY17B	FY18F	FY19F	FY17B	FY18F	FY19F
Givaudan	Suisse	17 012	8,3%	5,9%	8,1%	22,5%	22,1%	22,8%
Frutarom	Israël	4 705	18,8%	19,6%	7,3%	19,0%	20,2%	20,3%
Sensient Technologies	US	2 411	(1,5)%	4,6%	3,5%	19,4%	19,7%	20,1%
Symrise	Allemagne	8 573	3,2%	3,6%	6,3%	20,6%	20,9%	21,4%
Intl Flavors & Fragrances	US	9 033	9,1%	7,4%	4,6%	22,2%	21,5%	21,7%
Mccormick & Co	US	11 298	9,6%	13,2%	3,5%	19,5%	20,5%	21,2%
Tate & Lyle	UK	3 024	16,9%	0,0%	(1,9)%	15,6%	15,6%	16,0%
Ingredion	US	7 424	2,2%	2,0%	2,1%	18,6%	18,7%	19,4%
Chr. Hansen	Danemark	9 787	12,0%	3,6%	8,9%	34,9%	36,3%	37,2%
Kerry Group	Irlande	15 020	4,5%	2,0%	5,3%	13,1%	14,5%	14,9%
Moyenne (hors valeurs extrêmes)			8,2%	5,3%	5,1%	19,7%	19,9%	20,4%
Naturex - KPIs			0,1%	2,5%	10,7%	15,8%	15,9%	18,4%

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 4 mai 2018

Comme évoqué au début de ce paragraphe, il n'existe pas de société directement comparable à Naturex. En effet, l'échantillon décrit ci-dessus présente les limites suivantes :

- Les sociétés comparables ne disposent pas du même positionnement métier que Naturex mais sont plutôt des clients ou des concurrents sur certains pans d'activité.
- Les tailles (capitalisations boursières, chiffre d'affaires, etc) sont significativement différentes, les sociétés retenues étant bien plus grandes que Naturex.
- Les profils de croissance des chiffres d'affaires s'inscrivent dans des dynamiques différentes. Alors que Naturex présente une croissance modérée sur les années 2017 et 2018, celle-ci s'accélère fortement sur 2019 et 2020 en ligne avec les ambitions du plan « *Bright 2020* ».
- De même, les profils de marges d'EBITDA ne convergent qu'à horizon 2020 entre Naturex et l'échantillon, Naturex étant en-deçà de la moyenne de l'échantillon sur les années 2017 à 2019.
- Enfin, Naturex a un ROCE inférieur à la moyenne des sociétés comparables (c. 12,8% en 2017), qui ont un niveau de marge supérieur (ratio NOPAT/CA à 12,5% en moyenne en 2017).

ROCE	Moyenne	
	2017	2007 - 2017
Givaudan	18,3%	12,8%
Frutarom	12,7%	11,3%
Sensient Technologies	10,9%	10,5%
Symrise	10,2%	12,6%
Intl Flavors & Fragrances	13,3%	18,5%
Mccormick & Co	9,3%	16,8%
Tate & Lyle	16,0%	15,1%
Ingredion	6,4%	4,9%
Chr. Hansen	17,1%	13,1%
Kerry Group	13,8%	14,6%
Moyenne	12,8%	13,0%
Médiane	13,0%	13,0%
Naturex	7,9%	6,7%

Stocks/CA	Moyenne	
	2017	2007 - 2017
Givaudan	18%	17,6%
Frutarom	23%	21,7%
Sensient Technologies	34%	30,8%
Symrise	25%	20,6%
Intl Flavors & Fragrances	19%	19,4%
Mccormick & Co	16%	15,7%
Tate & Lyle	16%	15,9%
Ingredion	14%	12,7%
Chr. Hansen	13%	12,6%
Kerry Group	12%	11,4%
Moyenne	19,0%	17,8%
Médiane	17,1%	16,7%
Naturex	43%	46,7%

3.2.2 Références aux dernières transactions sur le capital (à titre principal)

A l'issue d'un processus concurrentiel réalisé en un temps très court, et à l'issue de l'obtention des principales autorisations réglementaires, le groupe Givaudan a acquis les actions de la Société détenues par les deux actionnaires familiaux de référence représentant 40,47% du capital pour un prix de 135 € par action.

Cette opération constitue de ce fait une transaction de référence. Le prix proposé dans la présente OPA-RO, soit 135 € par action, correspond à celui qui a été offert aux actionnaires cédants.

3.2.3 Actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'un actif par actualisation de ses flux de trésorerie futurs à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité compte tenu de son risque. La Société a été valorisée sur une base *standalone* (les synergies envisageables à l'issue de l'Offre étant analysées au paragraphe 4 ci-après).

Naturex – Prévisions retenues

Naturex a présenté en juin 2015 son plan stratégique à 5 ans « *Bright 2020* », dont les grandes lignes sont une croissance significative du chiffre d'affaires comprise entre 8% et 10% à horizon 2020, conjuguée à une marge d'EBITDA de 20%.

Ce plan n'a fait depuis l'objet d'aucune actualisation validée par le Conseil d'Administration et présentée aux marchés financiers. En raison d'une faible croissance du chiffre d'affaires observée sur les premières années du plan, le Groupe est aujourd'hui légèrement en retard par rapport à son plan initial, mais ne l'a pas remis en cause. Ainsi, le consensus des analystes suivant la valeur Naturex maintient une croissance significative du chiffre d'affaires en 2020 (8,3%) et un taux de marge d'EBITDA de 20% en 2020.

Pour les besoins de notre étude, notre analyse est fondée sur les données disponibles à date, c'est-à-dire le budget 2018 du Groupe présenté au Conseil d'Administration, et au-delà, du consensus des analystes (Exane, Berenberg et CM-CIC) présentant des projections jusqu'en 2020.

Le plan d'affaires ainsi recomposé couvre donc la période 2018 – 2020 et repose sur les hypothèses suivantes :

- Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de +9%, soit un chiffre d'affaires à horizon 2020 de l'ordre de 497,4 m€ ;
- Une progression de la marge d'EBITDA passant de 15,9% en 2018 à 20,0% en 2020 ;
- Un taux d'imposition théorique indexé sur l'évolution du taux d'imposition en France et passant progressivement de 34,4% en 2018 à 28,9% en 2020 (y compris contributions sociales de 3,3%) ;
- Le niveau de Besoin en Fonds de Roulement s'établit à 42% du chiffre d'affaires en ligne avec les anticipations du management à l'issue du plan de rationalisation des stocks.
- Les investissements ressortent en moyenne à 27 m€ par an sur la période 2018 – 2020, soit environ 5,8% du chiffre d'affaires.
- Un ratio FCF/EBITDA supérieur à 25% dès 2019 (hors impacts liés à la restructuration de stocks).

Au regard du niveau de croissance attendue en 2020, nous avons tenu compte d'une période d'extrapolation de 3 ans visant à faire tendre la croissance du Groupe vers un niveau sectoriel normatif (Cf. ci-dessous). Sur cette période, les ratios de marge d'EBITDA et de BFR / CA sont stables par rapport à 2020, tandis que les dotations aux amortissements et CAPEX convergent vers un niveau normatif de 5%.

Naturex – Croissance à long terme

Nous avons retenu un taux de croissance à long terme de 2,4%, sensiblement supérieur aux estimations d'inflation à long terme de 1,83% pour la France⁵ et pour les Etats-Unis⁶ 2,07%. Ce taux est en ligne avec les estimations des analystes qui suivent les sociétés comparables de notre échantillon. Nous ne disposons pas de suffisamment de données en ce qui concerne les analystes suivant Naturex.

Ce taux de croissance à long terme est également proche de celui retenu par le Groupe dans le cadre de ses tests de dépréciation (2,5%).

Détermination du taux d'actualisation

Le coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») a été calculé selon l'approche du MEDAF (« Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers »).

La construction du taux d'actualisation repose sur des paramètres de marché, sectoriels et pays calculés au 4 mai 2018, dernier jour de cotation avant l'annonce du rapprochement entre IFF et Frutarom.

Paramètres de marché

Nous avons mis en œuvre la méthode du MEDAF sur la base des paramètres du marché français soit :

- un taux sans risque de 1,1% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat français de maturité 10 ans ; et
- une prime de risque du marché français de 6,4% dérivée du rendement de marché issu de l'étude de Pablo Fernandez à 7,5%⁷.

Paramètres sectoriels

- Bêta : le bêta sectoriel retenu s'élève à 0,76 et correspond à la moyenne hors extrêmes des coefficients bêta des sociétés de l'échantillon, calculés sur une base mensuelle sur 5 ans.
- Gearing (13,5%) : résultant de la moyenne hors extrêmes sur 5 ans des gearings des sociétés de l'échantillon.

Prime de taille & liquidité

- Nous avons retenu une prime de taille et liquidité de 0,8% calculée à partir des tables Ibbotson.

Coût de la dette

- Nous retenons un coût de la dette de 2,2% avant impôt, correspondant au coût moyen sectoriel fondé sur le taux OAT 10 ans augmenté d'un spread de 1,1%.

Structure financière cible

- Nous retenons une structure financière cible de 11,9% dérivée du gearing sectoriel.

Le coût moyen du capital de Naturex ressort ainsi à 6,5%.

A titre indicatif, nous avons alternativement réalisé une analyse du coût moyen pondéré du capital tenant compte de l'exposition des activités du Groupe aux marchés européen et nord-américain. Le CMPC

⁵ Source FMI – World Economic Outlook, avril 2018, prévisions 2023

⁶ Source FMI – World Economic Outlook, avril 2018, prévisions 2023

⁷ Dans son étude « Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey », datée du 4 avril 2018, la prime de risque du marché français s'établit à 5,9% et le taux sans risque retenu à 1,6%, faisant ainsi ressortir un couple Taux sans risque / Prime de marché de 7,5%.

ressortant de l'application des paramètres de marché nord-américain ressort à 7,3% (après prise en compte du différentiel d'inflation), induisant un CMPC Groupe proche de notre première analyse (6,9%).

Ce taux est dans la fourchette basse des estimations des analystes qui suivent les sociétés comparables de notre échantillon. Nous ne disposons pas de suffisamment de données en ce qui concerne les analystes suivant Naturex.

Actualisation des flux de trésorerie

Les flux de trésorerie ont été actualisés à mi-année à compter du 31 mai 2018.

Résultats

Sur ces bases, la méthode des flux de trésorerie actualisés conduit à une valeur centrale de 112,2 € par action.

Méthode DCF	En m€
Flux de trésorerie cumulés	179,1
Valeur terminale	1 464,6
Valeur terminale actualisée	1 063,2
Naturex - Valeur d'Entreprise	1 242,3
Dette financière nette ajustée	(152,5)
Naturex - Valeur des capitaux propres	1 089,8
Nombre de titres (en millions)	9,7
Naturex - Valeur par action (€)	112,2

Source : Analyses Eight Advisory au 31 mai 2018

Le prix proposé, soit 135 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte de 20%.

Analyses de sensibilité

Nous avons mené des travaux d'analyse de sensibilité sur les principaux paramètres en faisant varier :

- de +/- 0,5% le taux d'actualisation et de +/- 0,5% le taux de croissance à long terme ;
- de +/- 0,5% le taux d'actualisation et de +/- 0,5% le taux de marge d'EBIT normatif.

Valeur par action - Analyses de sensibilité (en €)

		Taux d'actualisation				
		7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%
Taux de croissance à l'infini	1,4%	73,7	82,2	92,3	104,7	120,1
	1,9%	79,4	89,3	101,2	116,1	135,1
	2,4%	86,2	97,8	112,2	130,6	154,9
	2,9%	94,5	108,5	126,3	149,8	182,3
	3,4%	104,8	122,1	144,8	176,3	222,6

Valeur par action - Analyses de sensibilité (en €)

Marge d'EBIT normative	Taux d'actualisation					
		7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%
	14,0%	79,5	90,2	103,6	120,6	143,2
	14,5%	82,9	94,0	107,9	125,6	149,1
	15,0%	86,2	97,8	112,2	130,6	154,9
	15,5%	89,6	101,6	116,6	135,6	160,8
	16,0%	93,0	105,4	120,9	140,6	166,7

L'analyse de sensibilité fait ressortir des valeurs comprises entre 97,8 € et 130,6 € par action, et donc une prime offerte comprise entre 3% et 38%.

3.2.4 Méthode EVA (Economic Value Added) (à titre principal)

La méthode de l'EVA consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base de la création de valeur qu'elle produit.

La création de valeur se mesure comme la différence entre (i) le résultat d'exploitation après impôt et (ii) la rémunération des capitaux employés (hors goodwill). Ce différentiel est ensuite actualisé au coût moyen du capital. La Valeur d'Entreprise est alors la somme de la valeur comptable des capitaux employés à date et de la création de valeur calculée.

En nous fondant sur les mêmes hypothèses en termes de plan d'affaires présenté ci-avant (sur la période explicite, la période d'extrapolation et le flux terminal) que de paramètres financiers (soit un taux d'actualisation de 6,5% et un taux de croissance à long terme de 2,4%), nous constatons que le prix offert de 135 € fait ressortir une prime de 32% sur la valeur centrale.

Méthode EVA	En m€
Capitaux employés estimés au 31/05/2018	348,8
Création de valeur actualisée sur la période 2018 - 2023	123,7
Valeur terminale	932,2
Valeur terminale actualisée	676,7
Naturex - Valeur d'Entreprise	1 149,2
Dette financière nette ajustée	(152,5)
Naturex - Valeur des capitaux propres	996,6
Nombre de titres (en millions)	9,7
Naturex - Valeur par action (€)	102,6

Source : Analyses Eight Advisory au 31 mai 2018

Analyses de sensibilité

Nous avons mené des travaux d'analyse de sensibilité sur les principaux paramètres en faisant varier :

- de +/- 0,5% le taux d'actualisation et de +/- 0,5% le taux de croissance à long terme ;
- de +/- 0,5% le taux d'actualisation et de +/- 0,5% le taux de marge d'EBIT normatif.

Valeur par action - Analyses de sensibilité (en €)

		Taux d'actualisation				
		7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%
Taux de croissance à l'infini	1,4%	68,9	77,1	87,0	98,9	113,7
	1,9%	73,2	82,6	94,0	108,1	126,1
	2,4%	78,3	89,2	102,6	119,8	142,5
	2,9%	84,5	97,4	113,7	135,3	165,1
	3,4%	92,3	107,8	128,3	156,7	198,3

Valeur par action - Analyses de sensibilité (en m€)

		Taux d'actualisation				
		7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%
Marge d'EBIT normative	14,0%	71,5	81,6	94,0	109,8	130,7
	14,5%	74,9	85,4	98,3	114,8	136,6
	15,0%	78,3	89,2	102,6	119,8	142,5
	15,5%	81,7	93,0	107,0	124,8	148,4
	16,0%	85,1	96,8	111,3	129,8	154,2

L'analyse de sensibilité fait ressortir des valeurs comprises entre 89,2 € et 119,8 € par action, et donc une prime offerte comprise entre 13% et 51%.

3.2.5 Multiples boursiers des sociétés comparables (à titre secondaire)

La méthode consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples de valorisation observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité. Compte tenu du modèle économique spécifique de Naturex et du profil de ses cash-flows, il n'existe pas de société qui lui soit parfaitement comparable. Nous présentons donc cette méthode à titre secondaire.

Comme indiqué précédemment, notre échantillon se compose de 10 sociétés : Givaudan, Frutarom, Sensient Technologies, Symrise, International Flavors & Fragrances (IFF), McCormick & Co, Tate & Lyle, Ingredion, Chr. Hansen et Kerry Group.

La Valeur d'Entreprise (VE) des sociétés de l'échantillon est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible (diminué de la valeur comptable des impôts différés actifs relatifs aux déficits reportables, des actifs financiers, des actifs disponibles à la vente, et augmenté des passifs relatifs aux engagements de retraites) et des intérêts minoritaires.

Les capitalisations boursières ont été déterminées sur la base des cours moyens 1 mois au 4 mai 2018, soit le dernier jour de cotation avant l'annonce du rapprochement entre IFF et Frutarom.

Multiples boursiers retenus dans l'analyse

Nous avons retenu le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA, multiple le plus usuellement appliqué dans le secteur.

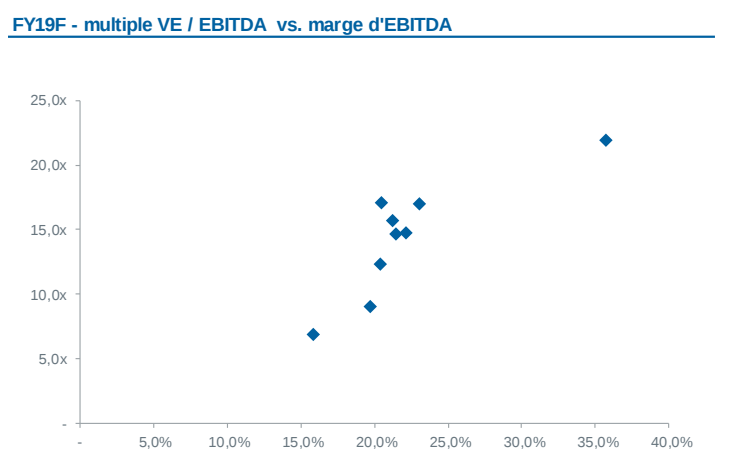
Nous avons appliqué les multiples 2017, 2018 et 2019 aux prévisions de l'année correspondante. En raison d'un manque de prévision à horizon 2020 pour certains acteurs, nous avons exclu le multiple 2020.

En l'absence de comparable direct, nous avons appliqué les multiples moyens hors extrêmes de l'échantillon.

Société	Pays	Valeur d'Entre- prise (en m€)	VE / EBITDA		
			FY17B	FY18F	FY19F
Givaudan	Suisse	18 581	19,5x	18,7x	16,8x
Frutarom	Israël	5 097	24,1x	18,9x	17,5x
Sensient Technologies	US	2 984	13,8x	13,0x	12,3x
Symrise	Allemagne	10 500	17,0x	16,2x	14,9x
Intl Flavors & Fragrances	US	10 224	16,6x	16,0x	15,1x
Mccormick & Co	US	15 188	19,7x	16,5x	15,4x
Tate & Lyle	UK	3 501	7,1x	7,1x	7,1x
Ingredion	US	8 462	9,5x	9,3x	8,8x
Chr. Hansen	Danemark	10 530	28,4x	26,4x	23,6x
Kerry Group	Irlande	16 410	19,5x	17,4x	16,0x
Moyenne			17,5x	16,0x	14,8x
Médiane			18,2x	16,3x	15,3x
Min			7,1x	7,1x	7,1x
Max			28,4x	26,4x	23,6x
Moyenne (hors valeurs extrêmes)			17,5x	15,8x	14,6x

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 4 mai 2018

On peut observer sur les sociétés de l'échantillon un parallélisme entre hiérarchies des multiples et des marges.



Les marges de Naturex sont à date inférieures à celles de l'échantillon, mais le multiple moyen a néanmoins été retenu, donnant crédit au Management de l'atteinte des objectifs de marge en 2020.

Résultats

Sur ces bases, la méthode des multiples boursiers conduit à une fourchette de Valeurs des fonds propres de Naturex comprises entre 91,2 € et 111,4 € par action.

Valorisation par les comparables boursiers	Valeur par action	Prime induite
Fourchette basse (multiple 2018)	91,2	48%
Valeur moyenne (multiples 2017, 2018, 2019)	100,7	34%
Fourchette haute (multiple 2019)	111,4	21%

Source : Analyses Eight Advisory au 31 mai 2018

Le prix proposé, soit 135 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 21% et 48%.

3.2.6 Références au cours de bourse et aux objectifs de cours (à titre d'information)

La Société a été introduite sur le compartiment B d'Euronext Paris le 30 octobre 1996 au prix de 12,3 € par action, sous le code ISIN FR0000054694.

Le cours de bourse de la Société sur Euronext peut être considéré comme liquide puisque la rotation de son flottant est supérieur à 20% sur 12 mois (25,9%).

Données boursières à la clôture de la séance du 23 mars 2018

Capitalisation et nombre de titres		Rotation du flottant	
Capitalisation boursière (m€)	909,0	Somme des volumes échangés sur un an	1 470 325
Prix de l'action à la clôture (€)	95,00	% du flottant	59,4%
Nombre de titres	9 568 046	Rotation du flottant sur 12 mois	25,9%
Nombre de titres composant le flottant	5 687 631		

Source : Bloomberg au 23 mars 2018

Au 23 mars 2018, jour de cotation précédant l'annonce de l'opération, la capitalisation boursière de Naturex s'établit à 909,0 m€ sur la base d'un cours de bourse de clôture de 95,00 €.

Evolution du cours de bourse de l'action Naturex depuis juin 2015



Source : Bloomberg au 23/03/2018

Date	Objet du communiqué
(1) 30-Jun-15	Présentation du plan « BRIGHT2020 ».
(2) 29-Jul-15	Résultats du T2 2015
(3) 16-Sep-15	Résultats du S1 2015
(4) 4-Nov-15	CA T3 2015
(5) 30-Nov-15	Résultats du T3 2015
(6) 4-Feb-16	Résultats du T4 2015
(7) 30-Mar-16	Résultats FY 16
(8) 10-May-16	Résultats du T1 2016
(9) 29-Jul-16	Résultats du T2 2016
(10) 13-Sep-16	Résultats du S1 2016
(11) 8-Nov-16	Résultats du T3 2016
(12) 6-Feb-17	Résultats du T4 2016
(13) 29-Mar-17	Résultats du FY 16
(14) 12-May-17	Résultats du T1 2017
(15) 31-Jul-17	Résultats du S1 2017
(16) 12-Sep-17	Acquisition de l'activité industrielle de Haliburton International Foods.
(17) 14-Nov-17	Résultats du T3 2017
(18) 6-Feb-18	Résultats du T4 2017

Source : Communiqués de Naturex

Le cours de bourse de la société a connu une augmentation constante depuis l'annonce du plan « *Bright 2020* » le 30 juin 2015 (appréciation de c. 15% entre cette date et le 23 mars 2018), qui a été accueilli de manière favorable par le marché.

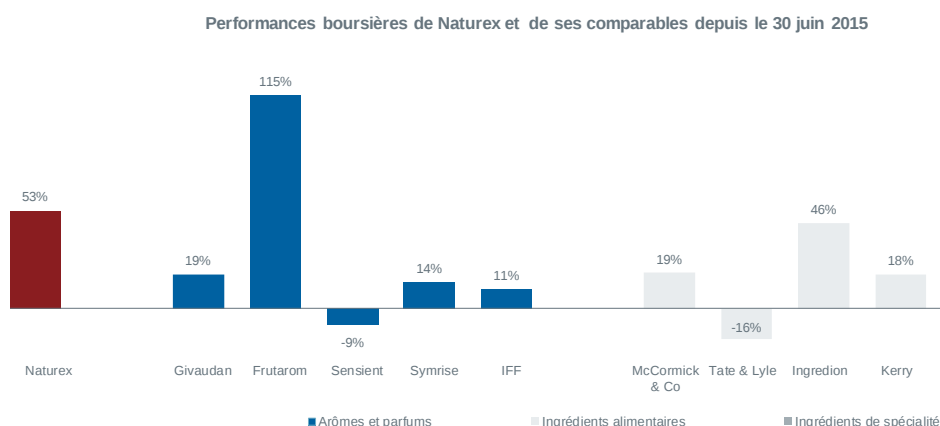
L'appréciation de c. 18% du cours sur l'année 2016, s'explique par des résultats en ligne avec les attentes du marché, notamment la confirmation du redressement de la marge d'EBITDA à 15,8% vs 11,2% en 2014.

L'augmentation du cours de bourse a connu un ralentissement sur l'année 2017 (c. +5%), notamment en raison de résultats un peu en deçà des attentes au premier semestre (croissance organique légèrement négative). L'annonce d'acquisitions aux Etats-Unis et de l'activité industrielle du groupe Haliburton International Foods, bien accueillie par le marché, a permis un sursaut du cours de bourse, néanmoins limité après l'annonce d'un recul de la croissance organique au troisième trimestre.

Depuis l'annonce de l'Offre du groupe Givaudan, le cours de bourse de Naturex s'est stabilisé légèrement en-dessous du prix de l'Offre sans jamais le dépasser.

Comparaison avec l'évolution des cours des sociétés du même univers

Entre le 30 juin 2015 (date de présentation du plan « *Bright 2020* ») et le 23 mars 2018 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre), le titre Naturex a globalement surperformé les sociétés comparables retenues dans notre analyse, seuls Frutarom et Chr Hansen ont fait mieux sur la période.



Source : Analyses Eight Advisory

Au 23 mars 2018, le prix de l'Offre fait ressortir une prime de :

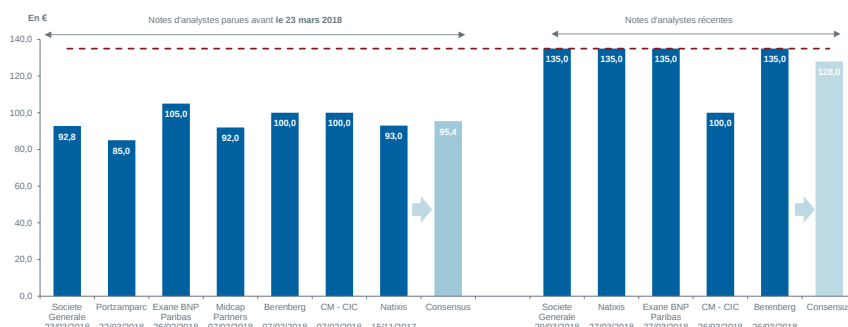
- 42,1% sur le cours de clôture ;
- 41,5% sur la moyenne 1 mois des cours pondérés par les volumes ;
- 46,8% sur la moyenne 3 mois des cours pondérés par les volumes ;
- 47,1% sur la moyenne 6 mois des cours pondérés par les volumes ;
- 52,8% sur la moyenne des cours 12 mois pondérés par les volumes.

Cours (en €, pondéré par les volumes)		Primes	Min	Max
Spot	95,00	42,1%		
1 mois	95,41	41,5%	91,70	98,00
3 mois	91,94	46,8%	85,00	98,00
6 mois	91,75	47,1%	85,00	99,27
12 mois	88,34	52,8%	80,30	99,27
+ Haut 12 mois	99,27	36,0%		
+ Bas 12 mois	80,30	68,1%		

Source : Bloomberg au 23 mars 2018

Objectifs de cours des analystes

Nous avons étudié les notes d'analystes récentes publiées avant le 26 mars 2018 et après l'annonce jusqu'à la remise de notre Rapport. Au 23 mars 2018, l'objectif de cours moyen ressortait à 95,4 € par action, soit un écart de +0,4% par rapport au cours de bourse de la Société à cette date. Au 18 mai 2018, l'objectif de cours moyen s'établissait à 128,0 € par action, en ligne avec le cours de bourse de la Société, 4 analystes sur 5 ayant aligné leur objectif de cours sur le prix de l'Offre.



En synthèse, le prix proposé extériorise une prime de :

- 41,5% par rapport à la moyenne des objectifs de cours des analystes précédant le 23 mars 2018 ;
- 5,5% par rapport à la moyenne des objectifs de cours des analystes au 4 juin 2018.

3.2.7 Multiples observés lors de transactions comparables (à titre d'information)

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses agrégats financiers des multiples de valorisation observés lors de transactions réalisées sur des sociétés comparables.

La pertinence de la méthode nécessite de disposer d'informations fiables relatives aux sociétés qui ont fait l'objet des transactions. Dans le cas de sociétés non cotées, le degré d'information divulgué est souvent faible.

A l'image des comparables boursiers, nous n'avons pas recensé de transaction récente concernant (i) des sociétés directement comparables à Naturex en terme d'activité, de taille et de structure de marge, de profils de cash-flows et de risque, et avec (ii) des informations publiques disponibles permettant de calculer un multiple implicite.

Nous avons donc élargi notre champ d'analyse à l'ensemble des transactions opérées depuis 24 mois sur les sociétés opérant dans le secteur des ingrédients de spécialité et des arômes et fragrances. Nous avons identifié 22 transactions dont 8 pour lesquelles les informations permettant de déterminer des multiples de valorisation sont disponibles.

Parmi les transactions identifiées, nous avons notamment retenue celle annoncée le 7 mai 2018 entre IFF et Frutarom.

Date	Acquéreur	Cible	EV	EV/EBITDA (LTM)	EV/EBITDA (NTM)
07/05/2018	IFF	Frutarom	7 100		20,3x
01/08/2017	Innophos	Novel Ingredients	125		12,1x
01/07/2017	Eurazeo SA	Iberchem S.A.	405	16,2x	
12/06/2017	Carlyle	IRCA	520	13,0x	
10/02/2017	Elementis Plc	SummitReheis, Inc.	360	12,9x	
15/12/2016	McCormick	Enrico Giotti	123	12,3x	
14/11/2016	Charterhouse	Mec3	400	13,8x	
13/01/2016	Chr. Hansen A/S	Nutrition Physiology Company, LLC	169	18,5x	
Moyenne hors IFF				14,4x	12,1x
Médiane hors IFF				13,4x	12,1x
Moyenne y compris IFF				14,4x	16,2x
Médiane y compris IFF				13,4x	16,2x

Sources : Mergermarket, communiqués des sociétés

Résultats

Sur ces bases, la méthode des multiples de transactions *Last Twelve Months* (LTM) et *Next Twelve Months* (NTM) conduit à une fourchette de Valeurs des fonds propres de Naturex comprise entre 79,4 € (moyenne LTM hors transaction IFF / Frutarom) et 122,0 € (transaction IFF / Frutarom), extériorisant une prime comprise entre 11% et 70%.

Valorisation par les Multiples de transactions	Valeur par action	Prime induite
Fourchette basse (multiple LTM)	79,4	70%
Valeur moyenne (multiple LTM / multiple NTM)	86,8	55%
Fourchette haute (multiple NTM)	94,2	43%
Valorisation issue de la transaction IFF/Frutarom	122,0	11%

Source : Analyses Eight Advisory au 31 mai 2018

4 Valorisation des synergies potentielles liées à l'Opération

4.1 Présentation des synergies potentielles

Comme indiqué dans le projet de Note d'Information de l'Initiateur (§ 1.1.2.1), l'Initiateur n'a pas procédé à ce stade à un travail spécifique d'estimation des synergies potentielles.

De nos échanges avec Givaudan, nous comprenons que les synergies envisageables sont essentiellement commerciales.

4.2 Valorisation des synergies potentielles

A notre connaissance, il n'existe pas d'information spécifique quantifiant le niveau éventuel des synergies et leur impact sur la valeur du point de vue financier.

Nous comprenons des Intentions de l'Initiateur (§ 1.1.5) que « la politique industrielle envisagée par Givaudan pour Naturex devrait donc reposer sur le développement des activités de Naturex au-delà de ses frontières actuelles. L'opération offrirait à Naturex des perspectives de développement à très court terme grâce aux besoins internes de Givaudan en matière de produits naturels et au portefeuille de clients de Givaudan, qui constitueraient autant de nouveaux clients potentiels pour Naturex. (...) La synergie des expertises entre Naturex et Givaudan pourrait également permettre de travailler sur le développement de nouveaux produits intégrant à la fois ingrédients naturels et arômes. (...) Le projet de Givaudan s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de Naturex, l'opération ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi et de gestion des ressources humaines. (...) Il n'est donc pas anticipé de changement prévisible en matière de volume et de structure des effectifs ».

Les synergies éventuelles sont donc peu comparables à celles attendues dans le cadre du rapprochement entre IFF et Frutarom, qui reposent sur (i) l'harmonisation et la rationalisation des achats, (ii) l'optimisation de l'implantation industrielle des 2 groupes et (iii) celle des coûts centraux. Ces synergies de coûts attendues sont estimées à 145m\$ à partir de la 3^{ème} année, soit c. 45% de l'EBITDA 2018 estimé de Frutarom (pré-opération). Par ailleurs, des synergies additionnelles sont espérées (i) sur les revenus grâce aux deux portefeuilles clients et (ii) sur les investissements grâce à des mesures de consolidation et de co-localisation du périmètre industriel.

A titre d'information, nous avons estimé la création de valeur qui pourrait être générée si l'objectif de chiffre d'affaires attendu en fin d'extrapolation était atteint dès 2018. Nous avons également tenu compte d'une amélioration substantielle de la marge du Groupe en l'alignant sur la marge moyenne d'EBITDA de Givaudan telle que ressortant du consensus des analystes sur la période 2018-2020, soit 22,7%. Enfin, nous avons tenu compte à la fois de l'impact qu'aurait cette augmentation de l'activité sur le BFR et d'autre part d'aucun nouveau CAPEX complémentaire.

Nous avons ensuite mesuré le différentiel de cash-flows entre cette simulation et les prévisions retenues. La création de valeur liée à ce différentiel ressort selon nos estimations à 81,5 m€, soit 8,4 € par action Naturex.

Dans le cadre de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, l'Initiateur bénéficierait également de l'économie des frais de cotation de Naturex.

5 Analyse des accords connexes

Dans le cadre de la présente Offre, les parties ont convenu (i) d'un Protocole d'Accord relatif au rapprochement entre Naturex S.A et Givaudan S.A et (ii) d'un contrat de cession d'actions entre Givaudan S.A et Isera et Scaldis Sugar, la Société Financière des Sucres, Unigrains, Paul et Olivier Lippens ainsi que Caravelle, tous deux signés le 26 mars 2018.

Protocole d'Accord

Le Protocole d'Accord prévoit les engagements respectifs de l'Initiateur et de la Société. Aucun élément ne présente à la lecture de celui-ci d'élément de nature à remettre en cause l'appréciation des conditions financières de l'Offre. Nous notons seulement que les produits dilutifs donnant accès au capital de la Société, à savoir les Options de Souscription d'Actions des plans 16 et 17, ainsi que les Actions de Performance issues des plans 1, 2, 3 et 3bis, bénéficieront d'un mécanisme de liquidité selon lequel, *« l'Initiateur s'engage à ce que les titulaires des Options de Souscription d'Actions et des Actions Gratuites se voient proposer un mécanisme de liquidité aux termes duquel, en cas de Liquidité Insuffisante⁸, l'Initiateur leur consentira une promesse d'achat sur leurs actions de la Société (et bénéficierait en contrepartie d'une promesse de vente), (i) à l'issue de leurs périodes d'acquisition et de conservation des Actions Gratuites et (ii) issues de l'exercice des Options de Souscription d'Actions et à l'expiration des périodes de conservation, le cas échéant applicables, à un prix déterminé en application d'une formule cohérente au regard du Prix Par Action (augmenté ou diminué du pourcentage, selon les cas, de la croissance ou décroissance organique du chiffre d'affaires consolidé de la division Arômes constatée sur la période courant entre la date de réalisation de l'Acquisition et la date d'expiration de la période de conservation) »*. Les contrats de liquidité ont été libellés en ces termes.

Contrat de cession

Le Contrat de cession conclu entre l'Initiateur et les blocs cédants composés respectivement de (i) Isera et Scaldis Sugar, la Société Financière des Sucres, Unigrains, Paul et Olivier Lippens et (ii) de la société Caravelle prévoit un transfert des titres de la Société sur la base d'un prix unitaire de 135 € par action et un transfert des titres de la société SGD sur une valeur déterminée par transparence en tenant compte d'un Prix d'Achat par Action de la Société de 135 € et diminuée de la Dette Nette de SGD.

Autres conventions réglementées

Toutes les conventions réglementées présentées dans le document de référence 2017 de Naturex sont maintenues.

Rémunérations exceptionnelles de certains membres du management

Il est enfin prévu pour certains membres du management de se voir octroyer en cas de succès de l'Offre un bonus exceptionnel, dont le montant total pour l'ensemble des ayants-droit s'élève à 1,7 m€.

Selon notre analyse, l'ensemble de ces accords ne sont pas de nature à remettre en cause l'appréciation de l'Offre.

⁸ Le terme Liquidité Insuffisante se caractérise (i) en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, ou d'une radiation des actions de la Société du marché réglementé Euronext ou (ii) si le volume moyen d'actions de la Société échangé par jours au cours des vingt (20) jours de bourse précédant la date à laquelle est appréciée la liquidité est inférieure à 0,04% du capital social, sur la base des informations publiées par Euronext Paris.

6 Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans le projet de Note d'information

6.1 Sur les méthodes écartées

La banque présentatrice a écarté les méthodes suivantes :

- méthode de l'Actif Net Comptable ;
- méthode de l'Actif Net Réévalué ;
- méthode du rendement.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur ce point.

6.2 Sur les méthodes retenues

La banque présentatrice a retenu à titre principal la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés (DCF), ainsi que la référence à la cession du bloc des actionnaires cédants.

Elle présente à titre de méthodes secondaires :

- l'analyse du cours de bourse ;
- l'analyse des objectifs de cours des analystes.
- la méthode des multiples boursiers ;
- méthode des transactions comparables.

Les méthodes retenues n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

Nous mettons en œuvre une méthode fondée sur l'EVA qui vise à compléter notre approche DCF. La banque présentatrice ne met pas ce type d'approche en œuvre.

6.3 Sur les données financières

6.3.1 Nombre de titres retenus

Le nombre de titres Naturex retenu par l'établissement présentateur s'élève à 9 705 972, soit le nombre d'actions en circulation au 23 mars 2018, après prise en compte de :

- l'annulation des (4 637) de titres auto-détenus par la Société ; et
- l'impact dilutif lié à l'exercice futurs des plans de stock-options et l'attribution des Actions de Performance pour un total de 150 753 titres.

Nous retenons pour notre part un nombre d'actions *fully diluted* de 9 710 079, l'écart de 4 107 titres provenant de la réintégration de 6 000 Options de Souscription d'une part et de l'annulation de 1 893 Actions de Performance en raison de démissions d'autre part.

6.3.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur de fonds propres

La banque présentatrice retient une situation de dette nette ajustée pour un montant de (157,4) m€ intégrant notamment :

- la dette financière brute au 31 décembre 2017 soit (188,3) m€ comprenant les dettes financières à long terme pour (157,8) m€, les dettes financières court terme pour (28,8) m€, et les instruments dérivés de couverture de dettes pour (1,7) m€;
- la trésorerie et les équivalents de trésorerie pour 15,5 m€ ;
- les intérêts minoritaires pour (0,6) m€ ;
- des provisions pour retraites pour (7,9) m€ ;
- les déficits reportables pour 6,0 m€ ;
- des actifs financiers pour 11,6 m€ ;
- l'impact cash des instruments dilutifs pour 1,6 m€ ;
- le cash-flow intercalaire pour 4,7 m€.

Nous retenons pour notre part une position de dette nette ajustée (y compris valeur actualisée des déficits reportables) de (152,5) m€.

L'écart de 4,9 m€ observé provient (i) du cash-flow intercalaire pris en compte entre le 31 décembre 2017 et la date d'évaluation (BNPP ayant procédé à ses travaux en date du 23 mars 2018 et Eight Advisory en date du 31 mai 2018) et le montant de celui-ci, (ii) du montant de la créance d'impôt exigible que nous avons considéré comme un élément cash et que la banque présentatrice n'a pas retenu, (iii) de l'ajustement de BFR prévu au titre des stocks obsolètes et (iv) d'un écart sur le montant du produit lié à l'exercice des Options de Souscription depuis le 31 décembre 2017.

6.4 Référence à la transaction portant sur le bloc des actionnaires cédants

La banque présentatrice retient le prix de cession par les deux actionnaires de référence de leurs titres au groupe Givaudan et représentant 40,47% du capital de la Société.

Nous retenons également cette référence, s'agissant d'un prix convenu entre parties, non assujéti à d'autres contreparties éventuelles, et représentant une quote-part significative du capital de la Société.

6.5 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)

6.5.1 Prévisions retenues

Période 2018-2020

La banque présentatrice a fondé la construction des prévisions retenues sur la période 2018-2020 sur les anticipations de croissance et de marges résultant d'un consensus composé des contributeurs suivants : Exane, ESN (CM-CIC) et Berenberg.

La croissance 2018 du chiffre d'affaires est appliqué au chiffre d'affaires 2017.

Les principales autres hypothèses sont :

- Une stabilisation des niveaux de marge d'EBITDA à 20% en 2020.
- Un impôt théorique calculé sur la base du taux d'imposition français conformément à la Loi de Finances 2018.
- Un maintien du taux de BFR constant à celui de 2017 soit 42,2%.
- des CAPEX en ligne avec le consensus.

Nous avons pour notre part construit la période 2018-2020 en tenant compte du budget 2018 présenté au Conseil d'Administration de la Société le 15 décembre 2017 et des prévisions du consensus en valeurs absolues au-delà.

Nos principales autres hypothèses sont :

- Un taux d'impôt théorique calculé sur la base du taux d'imposition français conformément à la Loi de Finances 2018.
- Un taux de BFR maintenu constant à un niveau de 42%.
- Des CAPEX en ligne avec ceux ressortant du consensus à l'exception de l'année 2018.

Période d'extrapolation

La banque présentatrice retient une période d'extrapolation de 3 ans pour faire converger les agrégats de la Société vers des niveaux normatifs.

Nous avons également tenu compte d'une période d'extrapolation de 3 ans.

6.5.2 Valeur terminale et croissance à long terme

Valeur terminale

La banque présentatrice a appliqué la formule de Gordon-Shapiro pour calculer la valeur terminale au-delà de la période d'extrapolation.

Nous avons appliqué la même formule et n'avons pas de remarque particulière sur la détermination de celle-ci.

Croissance à long terme

La banque présentatrice a retenu un taux de croissance à long terme de 3,0% à mettre au regard d'un taux d'actualisation de 7,0%

Nous avons pour notre part retenu un taux de croissance à l'infini de 2,4% résultant de la moyenne hors extrêmes des comparables (consensus), à mettre au regard d'un taux d'actualisation de 6,5%.

Les couples taux d'actualisation / croissance à long terme sont donc proches.

6.5.3 Taux d'actualisation

La banque présentatrice retient dans le cadre de l'application de la méthode DCF un taux d'actualisation de 7,0%, correspondant au coût des fonds propres en raison d'une structure financière cible sans dette, déterminé en date du 23 mars. Les principales hypothèses sont :

- un taux sans risque de 0,7%, correspondant au taux moyen 1 mois du Bund 10 ans (source : Exane BNP Paribas) ;
- une prime de risque du marché actions de 7,3% (source : Exane BNP Paribas) ;
- un bêta sectoriel de 0,8 correspondant à la médiane des bêtas désendettés des sociétés retenues au titre de l'échantillon des sociétés comparables (IFF, Frutarom, Givaudan, Sensient, Symrise) ; et
- une structure financière cible à dette nulle.

Nous retenons pour notre part un taux d'actualisation de 6,5% se fondant sur :

- un taux sans risque de 1,1%, correspondant à la moyenne 5 ans des OAT 10 ans (source : Bloomberg) ;
- une prime de risque du marché actions de 6,4% (source : Pablo Fernandez) ;
- un bêta sectoriel de 0,76 correspondant à la moyenne 5 ans des bêtas désendettés des sociétés retenues au titre de l'échantillon des sociétés comparables (IFF, Frutarom, Givaudan, Sensient, Symrise, Ingredion, McCormick, Tate & Lyle Kerry Group, Chr. Hansen) ;
- une structure financière endettée à 11,9%, dérivée du gearing sectoriel ; et
- un coût de la dette à 2,2% avant impôt, déterminé comme la somme du taux sans risque et du spread de taux estimé pour un rating BBB (source : Bloomberg).

Nous avons utilisé les données disponibles au 4 mai 2018, soit le dernier jour de cotation avant l'annonce du rapprochement entre IFF et Frutarom.

Actualisation des flux de trésorerie

La banque présentatrice actualise ses flux à mi-année, en date du 23 mars 2018.

Nous actualisons également nos flux à mi-année, en date du 31 mai 2018.

6.5.4 Résultats

Sur la base des éléments présentés ci-avant, la banque présentatrice conclut à une fourchette de valeur par action comprise entre 96 € et 130 €, soit une valeur centrale de 111 €.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre 97,8 € et 130,6 €, soit une valeur centrale de 112,2 €.

6.6 Analyse du cours de bourse

La banque présentatrice procède à l'analyse du cours de bourse de la Société en date du 23 mars 2018, dernier jour de cotation préalable à l'annonce du rapprochement avec Givaudan. Les cours présentés sont ceux pondérés par les volumes.

Nous avons mené la même analyse et n'observons aucun écart entre les résultats obtenus.

6.7 Analyse des objectifs de cours des analystes

La banque présentatrice procède à l'analyse des objectifs de cours des analystes en date du 23 mars 2018, Les sociétés d'analyses retenues sont : Société Générale, Portzamparc, Exane BNP Paribas, CM-CIC Market Solutions, Midcap Partners, Berenberg, Natixis. L'objectif moyen ressort à 95,4 € par action.

En date du 23 mars 2018, nous avons retenu le même échantillon de sociétés d'analyse et arrivons aux mêmes conclusions. Nous avons également mis à jour cette analyse au 25 mai 2018 et nous notons que seule la société Portzamparc n'a pas publié à notre connaissance de nouvel objectif de prix et que le nouvel objectif moyen des analystes ressort à 128,0 € (incluant un objectif de CM-CIC à 100 €, hors CM-CIC l'objectif de cours moyen ressort à 135 € soit le prix de l'Offre).

6.8 Méthode des comparables boursiers

La banque présentatrice présente cette méthode à titre secondaire.

Compte tenu du positionnement de niche de la Société, nous présentons également cette méthode à titre secondaire.

6.8.1 Méthodologie retenue

L'échantillon retenu par BNPP est composé des sociétés IFF, Frutarom, Givaudan, Symrise et Sensient technologies opérant dans le secteur des arômes et parfums. Un second échantillon est présenté à titre de référence seulement et est composé des sociétés Chr Hanssen, Royal DSM, Ingredion et Kerry Group, il s'agit d'opérateurs des secteurs des ingrédients de spécialité.

Le multiple retenu est celui de la Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA pour les années 2018 et 2019. Les multiples retenus par la banque présentatrice ressortent ainsi respectivement à 16,4x pour l'année 2018 et 15,2x pour l'année 2019. Les fourchettes de valeur minimale et de valeur maximale résultent respectivement de la moyenne des valeurs issues de l'application des multiples minimums et maximums pour chaque année.

Nous avons pour notre part constitué notre échantillon en trois sous-échantillons comprenant les secteurs des arômes & parfums, celui des ingrédients de spécialité et celui des ingrédients alimentaires. Les sociétés retenues sont : Givaudan, IFF, Frutarom, Sensient, Symrise, Chr Hanssen, Ingredion, Kerry Group, McCormick et Tate & Lyle.

Nous avons également retenu le multiple de la Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA pour les exercices 2017, 2018 et 2019. Nos multiples s'inscrivent dans une fourchette comprise entre 14,6x (2019) et 17,5x (2017).

6.8.2 Résultats

Sur la base de ces éléments, l'établissement présentateur fait ressortir un prix par action Naturex S.A. compris entre : 87 € et 131 €.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre 91,2 € et 111,4 €.

6.9 Méthode des transactions comparables

6.9.1 Méthodologie retenue

La banque présentatrice présente cette méthode à titre secondaire. Sur les quatre dernières années, la banque présentatrice retient 16 transactions. Les multiples retenus sont les multiples moyens de (i) la Valeur d'Entreprise rapportée au chiffre d'affaires et (ii) la Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA. Le multiple moyen de chiffre d'affaires ressort ainsi à 2,8x tandis que le multiple moyen d'EBITDA ressort à 14,1x.

Nous présentons cette méthode à titre d'information. Nous avons pour notre part retenu 8 transactions intervenues au cours des 24 derniers mois et privilégié le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA en identifiant si le multiple issu des transactions analysées s'appliquait sur le dernier exercice connu (LTM) ou le premier exercice estimé (NTM). Ainsi, le multiple moyen d'EBITDA LTM s'établit à 14,4x et le multiple moyen d'EBITDA NTM ressort quant à lui à 16,2x.

Nous avons par ailleurs analysé spécifiquement l'opération annoncée le 7 mai 2018 entre IFF et Frutarom pour laquelle le multiple moyen NTM ressort à 20,3x.

6.9.2 Résultats

Sur la base de ces éléments, la banque présentatrice extériorise un prix par action Naturex S.A. compris entre 77 € et 102 €.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre 79,4 € et 122,0 €.

6.10 Analyse complémentaire sur les synergies liées à l'Opération

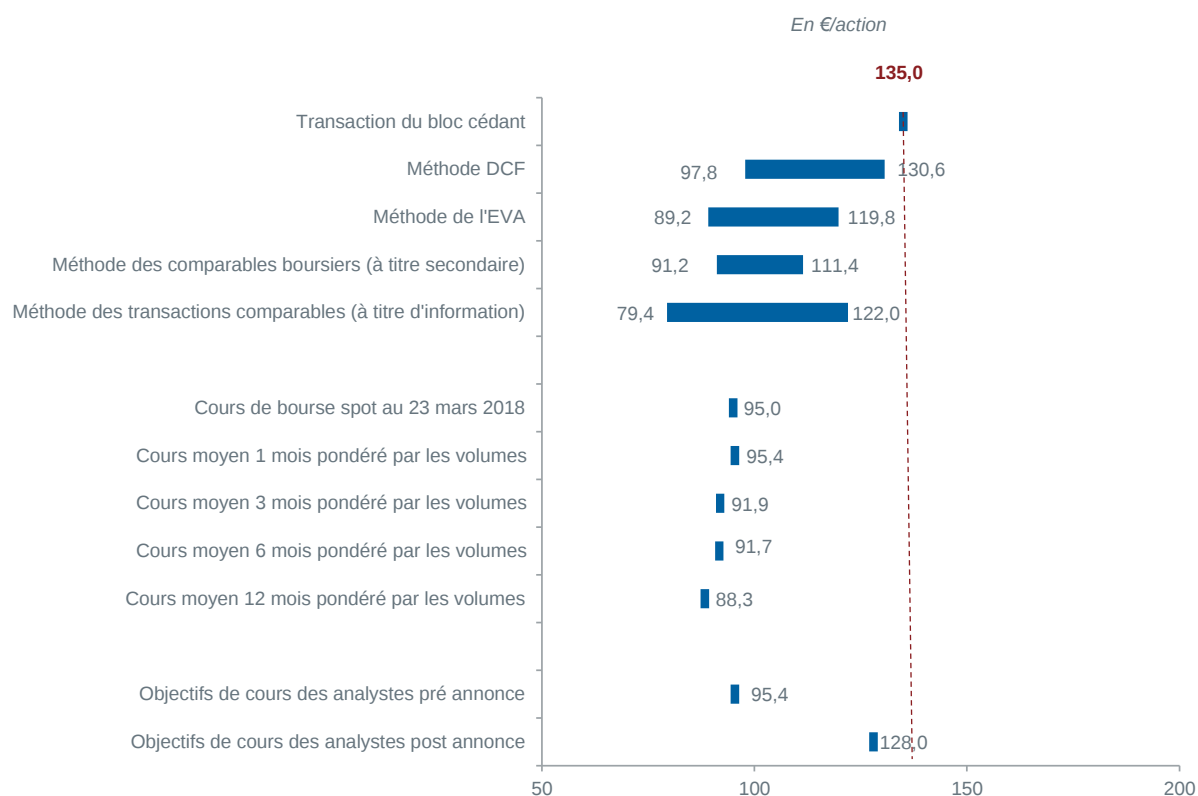
La banque présentatrice ne présente pas de travaux spécifiques relatifs à l'estimation des synergies.

Nous avons pour notre part réalisé un travail théorique visant à estimer la création de valeur qui résulterait pour l'actionnaire d'une anticipation de l'atteinte des objectifs *Bright 2020* dès 2018 (§ 4.2). Cette hypothèse conduit à une valeur supplémentaire de 81,5 m€.

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

7.1 Synthèse de nos travaux

Les valeurs des titres Naturex résultant des méthodes d'évaluation que nous avons considérées comme pertinentes sont présentées dans le tableau ci-dessous :



7.2 Attestation sur le caractère équitable

Nous avons été désignés en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration la Société Naturex S.A. sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et 2° et II du Règlement Général de l'AMF.

Notre mission consistait à nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert par Groupe Givaudan aux actionnaires de Naturex dans le cadre de la procédure d'Offre Publique d'Achat, et en vue d'un Retrait Obligatoire.

La présente Offre fait suite à l'acquisition par Givaudan de ce bloc de 40,47% du capital de la Société auprès des actionnaires cédants composés des sociétés Isera et Scaldis Sugar, Société Financière des Sucres, Unigrains, M. Paul Lippens, M. Olivier Lippens et la société Caravelle.

Le prix proposé aux actionnaires de Naturex, identique à celui payé aux actionnaires du bloc cédants s'établit à 135 € par action.

A l'issue de nos travaux, nous observons que ce prix de 135 € fait ressortir une prime de :

- 42,1% par rapport au dernier cours de bourse avant l'annonce.
- 41,5% par rapport au cours de bourse moyen 1 mois pondéré par les volumes.
- 20% sur la valeur centrale issue de notre méthode DCF.
- 32% sur la valeur centrale issue de la méthode EVA.
- Entre 21% et 48% sur les valeurs issues de la méthode des multiples boursiers.
- Entre 11% et 70% sur les valeurs issues de la méthode des transactions comparables.

Dans ce contexte, au regard des éléments ci-dessus, nous sommes d'avis que le prix de 135 € par action que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Naturex S.A., y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.

Paris, le 6 juin 2018



Geoffroy Bizard

Associé

Eight Advisory S.A.S.

Annexe 1 : Présentation de la société Eight Advisory France S.A.S.

Fondé en novembre 2009 par plusieurs associés et dirigeants issus de cabinets d'audit internationaux, de cabinets de conseil mais aussi du monde de l'entreprise, Eight Advisory est un cabinet indépendant spécialisé en conseil financier et opérationnel, regroupant des professionnels reconnus et experts dans leurs domaines.

Composé de 35 associés et de près de 320 collaborateurs, Eight Advisory accompagne les grands groupes, les fonds d'investissement, les établissements bancaires et les sociétés familiales dans leurs décisions en matière de transactions, de contentieux, d'évaluation financière, de restructuration et de transformation opérationnelle. Avec ses implantations à Paris, Lyon, Nantes, au Royaume-Uni, en Belgique et en Inde ainsi que sa vingtaine de partenaires étrangers, Eight Advisory est aujourd'hui reconnu, entre autres, pour la qualité de sa signature sur des dossiers nationaux comme internationaux.

Annexe 2 : Déclaration d'indépendance

Eight Advisory France S.A.S. (« Eight Advisory ») n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

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

Conformément à notre lettre de mission, Eight Advisory a été nommé en qualité d'Expert Indépendant pour apprécier le caractère équitable du prix proposé dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat pouvant être suivie d'un Retrait Obligatoire initiée par le Groupe Givaudan.

Eight Advisory est intervenue une fois sur les 18 derniers mois en qualité d'expert indépendant dans le cadre d'une offre publique portant sur une société dont les actions sont admises sur un marché réglementé (Casino/Cnova).

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

Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle

Eight Advisory n'adhère pas, à ce jour, à une association professionnelle reconnue par l'AMF mais a mis en place des procédures internes qui garantissent un haut niveau d'intégrité, d'indépendance et de compétence. A ce titre, il s'est doté d'un code de déontologie prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance du cabinet et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Annexe 4 : Rémunération

Le montant de la rémunération perçue par Eight Advisory s'élève à 95 000 euros hors taxes et hors frais.

Pour information au cours des 18 derniers mois, toutes lignes de métiers confondues, nous avons travaillé pour Unigrains et le fonds CEREAL pour un montant représentant 0,12% de notre chiffre d'affaires sur la période.

Annexe 5 : Diligences

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appliquer une approche multicritères d'évaluation à partir des méthodes usuellement mises en œuvre pour évaluer les titres de Naturex S.A.
- Analyser les conditions du prix de l'Offre mentionnées dans le projet de Note d'information.

Les travaux réalisés ont inclus les étapes suivantes :

- Prise de connaissance de l'opération et identification des risques.
- Prise de connaissance de l'actionnariat de la Société.
- Entretien(s) avec le management de la Société et le management de l'Initiateur, tous les administrateurs indépendants afin d'approfondir notre compréhension de l'activité, des perspectives de la Société et de ses comptes.
- Analyse de l'évolution historique du cours boursier, de la liquidité du titre et des interventions significatives sur le marché.
- Analyse des caractéristiques de l'Offre et de la prime offerte sur le cours.
- Analyse des comptes historiques de la Société depuis 2012.
- Revue approfondie et indépendante des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.
- Sélection des méthodes d'évaluation appropriées.
- Collecte des données financières concernant des entreprises cotées ou ayant fait l'objet récemment d'une transaction qui ont une activité similaire, et analyse de comparabilité de Naturex par rapport à ces groupes.
- Estimation des paramètres d'évaluation (taux d'actualisation, multiples boursiers, etc).
- Mise en œuvre des approches d'évaluation retenues.
- Analyse des accords connexes éventuels susceptibles de remettre en cause le principe d'égalité de traitement des actionnaires de la Société (Protocole d'Accord relatif au rapprochement entre Naturex S.A. et Givaudan S.A., du 26 mars 2018 ; Contrat de cession d'actions entre Givaudan S.A. l'Acquéreur et Isera et Scaldis Sugar, La Société Financière des Sucres, Unigrains, Paul Lippens, Olivier Lippens et Caravelle, les Cédants, daté du 26 mars 2018).
- Revue qualité indépendante réalisée par un Associé de la ligne de service Evaluation n'ayant pas pris part à la mission.
- Rédaction d'un rapport présentant nos travaux et notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.
- Présentation du rapport au Conseil d'Administration de la Société.

Annexe 6 : Principaux entretiens réalisés

- Naturex S.A.
 - Olivier Rigaud, Directeur Général
 - François de Gantes, Directeur Administratif et Financier
 - Jean-Noël Lorenzini, Directeur Juridique et Secrétaire Général
 - Oreste Fieschi, Directeur Marketing et Commercial
 - Anne Abriat, Administrateur indépendant
 - Daniel Chevron, Administrateur indépendant
- Givaudan
 - Tom Hallam, CFO
- BNPParibas, conseil financier de Givaudan et Banque présentatrice :
 - Gauthier Le Milon, Managing Director
 - Mathieu Perrin, Associate
 - Nans-Sébastien Poirot, analyste
- Messier Maris & Associés, conseil financier de Naturex
 - Pierre Boschin, Director
 - Guillaume Suarez, Senior Associate
 - Léo Desrumaux, Senior Analyst
- Avocats, Orrick, Rambeau, Martel
 - Alexis Marraud des Grottes, Avocat Associé

Annexe 7 : Calendrier

- Désignation d'Eight Advisory France S.A.S. en qualité d'expert indépendant par les membres indépendants du Conseil d'Administration de la Société : 3 avril 2018,
- Réunion de travail avec Orrick, Rambeau, Martel, Messier Maris & Associés et François de Gantes de Naturex : 10 avril 2018,
- Réunion téléphonique de travail avec la Banque présentatrice : 13 avril 2018,
- Réunion avec les dirigeants de Naturex et visite de l'usine d'Avignon : 24 avril 2018,
- Réunion de travail avec Messier Maris & Associés conseil des actionnaires vendeurs : 2 mai 2018,
- Réunion de travail avec la banque présentatrice : 3 mai 2018,
- Conférence téléphonique avec les administrateurs indépendants Anne Abriat et Daniel Cheron : 4 mai 2018
- Conférence téléphonique avec la direction financière : 15 mai 2018
- Réunion de travail avec la banque présentatrice : 17 mai 2018
- Conférence téléphonique avec l'Initiateur : 18 mai 2018
- Présentation de nos travaux et conclusions au Conseil d'Administration : 6 juin 2018
- Remise du rapport définitif : 6 juin 2018

Annexe 8 : Informations utilisées

Nos travaux se sont fondés sur les informations suivantes :

- Projet de Note d'information qui nous a été remis et préparé par l'Initiateur et projet de Note en réponse non finalisé préparé par la Société
- Informations communiquées par Naturex S.A. :
 - Comptes annuels 2012 et 2017
 - Procès-verbaux du Conseil d'Administration
 - Présentation sur le positionnement du Groupe
 - Plan d'affaires Bright 2020
 - Eléments à date concernant le budget 2018
 - Communiqués de presse
- Informations significatives communiquées par les conseils de l'Initiateur :
 - Rapport de valorisation préparé par la Banque présentatrice
- Informations de marché :
 - Données de marché : Bloomberg
 - Notes d'analystes financiers : Thomson Research
- Informations publiques :
 - Informations et comptes des sociétés comparables

Annexe 9 : Equipe

La mission a été conduite par :

- Geoffroy Bizard, Associé, diplômé de l'ESSCA, de l'EM Lyon (Mastère d'Ingénierie Financière) et de la SFAF, justifie d'une expérience de 5 ans comme analyste financier Actions puis de 13 ans en Evaluation financière au sein des cabinets Deloitte et Eight Advisory.
- Romain Le Théo, Directeur, diplômé de Paris Dauphine (MSG Finance, Master spécialisé en management international), Sciences Po Paris (DEA Finance et Economie Internationale), membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs) et de la SFAF (Société Française des Analystes Financiers), justifiant de plus de 12 ans d'expérience en Evaluation financière, notamment au sein des cabinets Ricol Lasteyrie et Eight Advisory, ayant réalisé une vingtaine d'attestations d'équité dans le cadre d'offres publiques.
- Louis Le Texier, Analyste, diplômé de Paris Dauphine (Master II 104 Finance).

La revue indépendante du rapport a été effectuée par Alexis Karklins-Marchay, Directeur Général Adjoint du cabinet et Associé responsable du département Evaluation financière d'Eight Advisory. Le contrôle qualité du modèle de valorisation a été réalisé par Jennifer Fabbro, Manager expérimentée au sein du département Evaluation financière d'Eight Advisory.