

Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire

initiée par la société



Wessanen France Holding

portant sur les actions de la société



Distriborg Groupe

présentée par **ING** 

Note d'information conjointe aux sociétés Wessanen France Holding et Distriborg Groupe

PRIX DE L'OFFRE : 157 euros par action Distriborg Groupe
DUREE DE L'OFFRE : 10 jours de négociation

Avis Important

A l'issue de l'offre publique de retrait (l'"Offre") faisant l'objet de la présente note d'information, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L.433-4 du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions Distriborg Groupe qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées le jour de bourse suivant le jour de clôture de l'offre publique de retrait à la société Wessanen France Holding, moyennant une indemnisation d'un montant de 157 euros par action Distriborg Groupe, net de tout frais.



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 20 janvier 2009, apposé le visa n° 09-011 en date du 20 janvier 2009 sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par **Wessanen France Holding SAS** conjointement avec la société **Distriborg** et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié "si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes". Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Des exemplaires de la présente note d'information sont disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de Distriborg Groupe (www.distriborg.com) et peuvent être obtenus sans frais auprès de :

Wessanen France Holding SAS
217 chemin du Grand-Revoynet
69561 Saint Genis Laval Cedex

Distriborg Groupe SA
217 chemin du Grand-Revoynet
69561 Saint Genis Laval Cedex

ING Belgium SA, Succursale en France,
Cœur Défense – Tour A – La
Défense 4 – 110 Esplanade du
Général de Gaulle
92931 Paris La Défense Cedex

CM-CIC Securities
membre du marché acheteur
6, avenue de Provence
75441 Paris cedex

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Wessanen France Holding et Distriborg Groupe, seront mises à la disposition du public conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

TABLE DES MATIERES

1	PRESENTATION DE L'OPERATION	4
1.1	Contexte de l'Opération	4
1.1.1	Historique	4
1.1.2	Franchissement du seuil de 95% du capital et des droits de vote de Distriborg Groupe par Wessanen France Holding	4
1.1.3	Suspension de la cotation des actions Distriborg Groupe	5
1.1.4	Répartition du capital de Distriborg Groupe	5
1.1.5	Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir	5
1.1.6	Intentions des membres du conseil d'administration de Distriborg Groupe	6
1.1.7	Accords susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique mentionnés à l'article L.225-100-3 du Code de commerce et concernant Distriborg Groupe	6
1.2	Caractéristiques de l'Offre	6
1.2.1	Conditions de l'Offre	6
1.2.2	Nombre de titres Distriborg Groupe visés par l'Offre	6
1.3	Modalités de l'Offre	7
1.3.1	L'Offre	7
1.3.2	Le Retrait Obligatoire	7
1.4	Calendrier indicatif de l'Offre	8
1.5	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	8
1.6	Régime fiscal de l'Offre et du Retrait Obligatoire	9
1.7	Modalités de financement de l'Offre et frais liés à l'opération	11
2	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT	12
2.1.	Méthodologie	12
2.1.1.	Méthodes écartées	12
2.1.2.	Méthodes retenues	12
2.2.	Hypothèses retenues et sources des informations utilisées	13
2.3.	Application des méthodes de valorisation retenues	13
2.3.1.	Cours de bourse récents pondérés	13
2.3.2.	Méthode des transactions récentes intervenues sur le capital	14
2.3.3.	Méthode des sociétés cotées comparables	14
2.3.4.	Méthode des transactions comparables	16
2.3.5.	Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles	17
2.4.	Synthèse	19
2.5.	Développements récents postérieurs au dépôt du projet d'offre le 6 janvier 2009	20
2.5.1.	Révision du taux de croissance du chiffre d'affaires 2008	20
2.5.2.	Impact sur l'appréciation du prix offert	20
3	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	21
4	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	23
5.	COMPLEMENT AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	40
6	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA PRESENTE NOTE D'INFORMATION.	41
6.1	Pour Wessanen France Holding	42
6.2	Pour Distriborg Groupe	43
6.3	Etablissement Présentateur	44

1 PRESENTATION DE L'OPERATION

En application des articles 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' "AMF"), la société Wessanen France Holding, société par actions simplifiée au capital de 63.500.000 euros, dont le siège social est sis 217 chemin du Grand-Revoyet - 69230 Saint Genis Laval, dont le numéro d'identification est 343 173 647 R.C.S. Lyon, (ci-après "**Wessanen France Holding**" ou l' "**Initiateur**"), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société Distriborg Groupe, société anonyme au capital de 6.132.610 euros, dont le siège social est sis 217 chemin du Grand-Revoyet - 69230 Saint Genis Laval, dont le numéro d'identification est 970 502 761 R.C.S. Lyon, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché Euronext Paris sous le code ISIN FR0000061178 (ci-après "**Distriborg Groupe**" ou la "**Société**"), d'acquérir la totalité de leurs actions de la Société au prix de 157 euros par action dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l' "**OPR**" ou l' "**Offre**"), qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le "**Retrait Obligatoire**").

ING Belgium SA/NV, société anonyme de droit belge au capital de 2.350.000.000 €, dont le siège social est sis à Bruxelles (Belgique) – avenue Marnix 24, immatriculée au Registre des Personnes Morales de Bruxelles sous le numéro d'entreprise 0403.200.393, dont l'établissement principal en France, dénommé ING Belgium SA, Succursale en France (ci-après "**ING**") est situé Cœur Défense – Tour A – La Défense 4 – 110 Esplanade du Général de Gaulle 92931 Paris La Défense Cedex, est l'établissement présentateur de l'Offre et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pour une durée de 10 jours de négociation et vise la totalité des actions de la Société non détenues directement et indirectement par l'Initiateur, soit 6.613 actions ordinaires de la Société, au jour du dépôt du projet d'Offre.

1.1 Contexte de l'Opération

1.1.1 Historique

La société Distriborg Groupe (Société Française de DISTRIBUTION ORGANISÉE) est créée en 1970. Son activité principale à l'époque est la gestion des rayons de produits diététiques et naturels en grandes surfaces.

En juillet 2000, suite à une offre publique d'achat simplifiée, initiée par Wessanen France Holding SAS, la société intègre le Groupe Royal Wessanen. Au terme de cette offre publique d'achat simplifiée, Wessanen France Holding SAS, directement et indirectement, détient 87,79% du capital et 86,68% des droits de vote de Distriborg Groupe.

1.1.2 Franchissement du seuil de 95% du capital et des droits de vote de Distriborg Groupe par Wessanen France Holding

Suite à l'acquisition de la participation des Laboratoires Lehning le 1^{er} septembre 2008 Wessanen France Holding a franchi le seuil de 95% du capital et de droits de vote de Distriborg Groupe

La déclaration de franchissement de seuil a été communiquée le 4 septembre 2008 à l'AMF qui a ensuite procédé à sa publication le 8 septembre 2008 sous le numéro 208C1640.

L'avis suivant était publié le 5 septembre 2008 au Bulletin des annonces légales obligatoires :

"Le Directoire de Royal Wessanen nv, société cotée sur Euronext Amsterdam (symbole : WES), ci-après dénommée "Wessanen", et Distriborg Groupe, société cotée sur Euronext Paris (symbole : BORG), ci-après dénommée "Distriborg", informent que la filiale de Wessanen, Wessanen France Holding SAS, a conclu un accord ce 1^{er} septembre 2008 avec les Laboratoires Lehning, portant sur l'acquisition de la totalité de leurs 159.667 actions Distriborg, soit 9,92% du capital de Distriborg.

Le prix convenu dans le cadre de cette transaction était de € 140 par action, soit un total de 22,4 millions d'Euros. Il n'existe pas de transaction connexe à cette opération. Le cours de bourse de clôture en date du 29 août 2008 (dernière cotation) s'établissait à € 130.

Suite à cette acquisition, Wessanen France SAS détient désormais - directement et indirectement - 99,6% des actions de Distriborg Groupe et 99,7% des droits de vote. Dès lors, Wessanen France Holding SAS à l'intention de lancer, dans les meilleurs délais, une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur les

0,4% des actions Distriborg qu'elle ne détient pas encore. Le prix de l'offre publique sera fixé par Wessanen, sur la base des travaux réalisés par un expert indépendant, conformément à l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF".

1.1.3. Suspension de la cotation des actions Distriborg Groupe

En vue du lancement prochain par Wessanen France Holding , d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur les 0,4% des actions de la société Distriborg Groupe restant dans le public, Distriborg Groupe demandait à Euronext Paris de procéder à la suspension de la cotation de ses actions (symbole : BORG) à partir du 17 octobre 2008.

1.1.4 Répartition du capital de Distriborg Groupe

A la date du dépôt de la présente Offre, la composition de l'actionnariat de la Société était la suivante :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droit de vote	% de droits de vote
Wessanen France Holding (directement et indirectement)	1.602.996	99,6%	3.000.872	99,7%
<i>Détail participation :</i>				
Wessanen France Holding	1.288.049	80%	2.370.985	78,8%
Participations et Diététique	314.938	19,6%	629.876	20,9%
Administrateurs	9		11	
Public	6.613	0,4%	8.707	0,3%
Total	1.609.609	100%	3.009.579	100%

1.1.5 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

(a) Stratégie – Politique Industrielle

L'Initiateur n'a pas l'intention d'apporter de changement significatif dans la stratégie et/ou la politique industrielle de Distriborg Groupe. L'initiateur a l'intention de poursuivre le renforcement du groupe Wessanen et de poursuivre la politique de développement de la Société.

(b) Composition des organes sociaux et de la direction de Distriborg Groupe

L'Initiateur n'a pas l'intention d'apporter de changement significatif dans la composition des organes sociaux et de la direction de Distriborg Groupe.

(c) Emploi

L'Initiateur n'a pas l'intention d'apporter de changement significatif dans l'emploi de Distriborg Groupe.

(d) Organisation juridique

L'Initiateur se réserve la possibilité de procéder à une modification de son organigramme en vue d'une meilleure organisation de Distriborg Groupe dans sa structure.

(e) Politique de distribution des dividendes

Il est dans l'intention de l'Initiateur de mettre en place une politique de distribution de dividendes adéquate en fonction des besoins de financement de Wessanen et de la capacité distributrice de Distriborg Groupe.

(f) Rapport de l'Expert indépendant

Le Conseil d'administration de la Société a procédé dans sa séance du 9 octobre 2008 à la désignation du cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés, situé 2 avenue Hoche, 75008 Paris, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 I 1^{er} et de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

Le rapport de l'expert indépendant qui conclut au caractère équitable du prix offert aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire est reproduit in extenso en section 4 de la présente note d'information.

(g) Accords susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Ni l'Initiateur ni la Société n'ont connaissance ou ne sont parties à un quelconque accord susceptible d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

1.1.6 Intentions des membres du conseil d'administration de Distriborg Groupe

Les membres du conseil d'administration détiennent, dans le cadre de leur mandat, les actions suivantes :

Nom	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote
Monsieur Christophe Barnouin	2	2
Monsieur Ad Veenhof	2	2
Wessanen France Holding SAS*	1.288.049	2.370.985
Wessanen Europa bv	2	3
Participations et Diététiques SA**	314.938	629.876
* représenté par Madame Elisabeth Caseau qui bien que n'étant pas administratrice de Distriborg Groupe détient en nom propre les actions suivantes :	2	2
** représenté par Madame Hortense Castro qui bien que n'étant pas administratrice de Distriborg Groupe détient en nom propre les actions suivantes :	1	2

Les membres du Conseil d'Administration, ainsi que les représentants membres permanent n'ont pas l'intention d'apporter les actions qu'ils détiennent à l'opération dès lors qu'ils conservent leurs mandats à l'issue de celle-ci.

1.1.7 Accords susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique mentionnés à l'article L.225-100-3 du Code de commerce et concernant Distriborg Groupe

Ni Wessanen France Holding, ni Distriborg Groupe, ne sont partie à un accord ou n'ont connaissance d'un accord susceptible d'avoir une influence significative sur l'appréciation de la présente Offre ou sur son issue.

Distriborg Groupe n'a connaissance d'aucun élément visé à l'article L. 225-100-3 du Code de commerce susceptible d'avoir une incidence sur l'Offre.

1.2 Caractéristiques de l'Offre

1.2.1 Conditions de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, ING, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 6 janvier 2009 auprès de l'AMF le projet d'Offre qui sera immédiatement suivie du Retrait Obligatoire.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de Distriborg Groupe à acquérir au prix de 157 euros par action, toutes les actions Distriborg Groupe qui seront présentées dans le cadre de l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, ING, agissant en qualité d'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2.2 Nombre de titres Distriborg Groupe visés par l'Offre

Il est rappelé qu'à la date de la présente note d'information, Wessanen France Holding détient directement et indirectement 1.602.996 actions Distriborg Groupe représentant, à ce jour, 99,6% du capital et 99,7% des droits de vote de la Société (sur la base d'un capital composé de 1.609.609 actions et 3.009.579 de droits de vote). L'Offre vise la totalité des actions de la Société non détenues directement et indirectement par l'Initiateur, soit 6.613 actions ordinaires de la Société au jour du dépôt du projet d'Offre.

1.3 Modalités de l'Offre

1.3.1 L'Offre

Le projet d'Offre a été déposé le 6 janvier 2009 et mis en ligne sur le site Internet de l'AMF le 7 janvier 2009. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions des articles 231-16 et 231-17 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux termes de l'Offre a été diffusé par l'Initiateur sous forme d'avis financier dans le journal Les Echos. En outre, la présente note d'information est tenue gratuitement à la disposition du public aux sièges de l'Initiateur, de Distriborg Groupe, d'ING et mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Distriborg Groupe (www.distriborg.com).

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables, qui emportera visa de la note d'information.

La note d'information définitive visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles sans frais aux sièges de Distriborg Groupe, de l'Initiateur et de ING. Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié dans le journal Les Echos.

Un avis annonçant l'ouverture de l'Offre sera publié par l'AMF. Un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et notamment sa date de prise d'effet sera publié par Euronext Paris.

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

Les actionnaires de Distriborg Groupe qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre à leur intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (banque, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable à l'Offre en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

Les actions Distriborg Groupe détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les propriétaires d'actions Distriborg Groupe inscrites au nominatif devront, dans les plus brefs délais, demander la conversion de leurs actions au porteur chez un intermédiaire habilité.

Il est précisé que le règlement sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de bourse après chaque négociation. Le membre de marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur sera CM-CIC Securities.

Les frais de négociation resteront à la charge des vendeurs et de l'acheteur, chacun pour ce qui les concerne.

Les actions Distriborg Groupe apportées à l'Offre devront être libres de tout nantissement, gage, ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété.

ING, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.3.2 Le Retrait Obligatoire

L'initiateur a également demandé à l'AMF l'autorisation de procéder au Retrait Obligatoire des actions Distriborg Groupe dès la clôture de l'Offre, conformément aux articles 237-1 et 237-10 du Règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, les actions Distriborg Groupe qui n'auraient pas été présentées à l'Offre seront transférées le jour de bourse suivant la clôture de l'Offre au profit de l'Initiateur, moyennant une indemnisation d'un montant

identique au prix de l'Offre, soit 157 euros pour chaque action Distriborg Groupe. Les actions Distriborg Groupe seront alors radiées du marché Euronext Paris (compartiment B).

Le montant de l'indemnisation sera versé le jour de bourse suivant la clôture de l'Offre sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de CM-CIC Securities, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés par Euroclear France, les établissements dépositaires teneurs de comptes créditeront les comptes des détenteurs d'actions Distriborg Groupe de l'indemnité leur revenant, nette de tous frais.

Conformément aux dispositions de l'article 237-6 du Règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par CM-CIC Securities pendant une durée de dix ans à compter du jour de bourse suivant la clôture de l'Offre et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit, sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

1.4 Calendrier indicatif de l'Offre

6 janvier 2009	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF
7 janvier 2009	Communiqué de presse publié conjointement par l'Initiateur et la Société relatif au dépôt de l'Offre Mise à disposition du public et en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), et de Distriborg Groupe (www.distriborg.com) du projet de note d'information.
20 janvier 2009	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information.
23 janvier 2009	Publication d'un communiqué de mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF ainsi que des documents "Autres Informations" relatifs aux caractéristiques comptables et juridiques de Distriborg Groupe et de l'Initiateur.
26 janvier 2009	Ouverture de l'Offre
6 février 2009	Clôture de l'Offre
9 février 2009	Retrait Obligatoire et radiation des actions Distriborg Groupe du marché Euronext Paris

1.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa hors de France.

Les titulaires d'actions Distriborg Groupe en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion de la présente note d'information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions hors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession de la présente note d'information sont tenues de se renseigner sur les restrictions en vigueur dans leur pays et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

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

Notamment, concernant les Etats-Unis, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis ou "US Persons" (au sens du règlement S pris en vertu de l'US Securities Act de 1933). Aucune acceptation de cette Offre ne peut provenir des Etats-Unis. En

conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie de la présente note d'information, et aucun autre document relatif à la présente note d'information ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé ou remis directement ou indirectement aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Tout actionnaire de Distriborg Groupe qui apporterait ses actions à l'Offre sera considéré comme déclarant qu'il n'est pas aux Etats-Unis ou une personne ayant résidence aux Etats-Unis ou "US person" (au sens du règlement S pris en vertu de l'US Securities Act de 1933) et qu'il ne délivre pas d'ordre d'apport de titres depuis les Etats-Unis. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

1.6 Régime fiscal de l'Offre et du Retrait Obligatoire

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales applicables aux actionnaires de Distriborg Groupe. Cet exposé est fondé sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur et est donc susceptible d'être affecté par toutes modifications apportées aux dispositions législatives fiscales françaises applicables et à leur interprétation par l'administration fiscale française et les tribunaux français ou internationaux tels que la Cour de Justice des Communautés Européennes.

L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que les informations qui suivent résument de manière synthétique et générale le régime fiscal applicable et qu'en conséquence il leur est recommandé de consulter leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer la fiscalité applicable à leur situation particulière.

En outre, les informations développées ci-dessous ne visent que les personnes ayant leur résidence fiscale en France. Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale signée entre la France et cet Etat.

- ✓ *Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant les actions Distriborg Groupe dans le cadre de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel*

Les plus-values nettes réalisées sur la cession d'actions de la société Distriborg Groupe au cours d'une année donnée seront imposables, dès le premier euro, si le montant global des cessions de valeurs mobilières et droits sociaux réalisées au cours de cette même année excède, par foyer fiscal, un seuil actuellement fixé à 25.000 euros. Ne sont néanmoins pas pris en compte pour le calcul du seuil, les cessions bénéficiant d'un sursis d'imposition ou les cessions exonérées portant sur des titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions réalisées au cours de ladite année. Si ce seuil n'est pas dépassé, les plus-values ne seront pas imposées.

Il est rappelé que si les actions de la société Distriborg Groupe apportées à l'Offre proviennent d'un échange antérieur à l'occasion duquel la plus-value éventuellement constatée a fait l'objet d'un report ou sursis d'imposition, l'apport des titres à l'Offre met fin à ce report ou à ce sursis d'imposition.

Les plus-values imposables seront imposées au taux global actuellement fixé à 29%, décomposé comme suit :

- 18% au titre de l'impôt sur le revenu;
- 8,2% au titre de la CSG, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu;
- 2% au titre du prélèvement social, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu;
- 0,3% au titre de la contribution additionnelle au prélèvement social, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu; et
- 0,5% au titre de la CRDS, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu.

Si, lors d'une année donnée, la cession d'actions de la société Distriborg Groupe génère une moins-value nette, celle-ci sera imputable exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de cette même année ou des dix années suivantes, à condition toutefois que le seuil de 25.000 euros visé ci-dessus ait été dépassé l'année de réalisation de ladite moins-value.

Les prélèvements sociaux (CSG, CRDS, prélèvement social et contribution additionnelle au prélèvement social) s'appliquent au montant des plus-values nettes imposables, avant application de l'abattement pour durée de détention.

- ✓ *Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant leurs actions dans le cadre d'un PEA*

Les actions de la société Distriborg Groupe sont éligibles au Plan d'Epargne en Actions ("PEA"). Par conséquent les personnes qui détiennent des actions dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Sous réserve du respect des conditions de fonctionnement du PEA, les actionnaires bénéficieront d'une exonération d'impôt sur le revenu sur les dividendes perçus et les plus-values réalisées.

Il est précisé que lors de la clôture du PEA (intervenant plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors du retrait partiel (intervenant plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), le gain net réalisé depuis l'ouverture du plan, qui bénéficie d'une exonération d'impôt sur le revenu, reste néanmoins soumis à la CSG, la CRDS, au prélèvement social de 2% et à la contribution additionnelle à ce prélèvement (étant toutefois précisé que le taux effectif de ces différents prélèvements variera en fonction de la date à laquelle ce gain aura été acquis ou constaté).

Les moins-values subies dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre; il est précisé que les pertes éventuellement constatées lors de la clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année (ou, sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan ou de rachat du contrat de capitalisation est inférieure au montant des versements effectués sur le plan depuis son ouverture) sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes, à condition que le seuil annuel de cession de valeurs mobilières (pour le calcul duquel la valeur liquidative du plan est prise en compte) ait été dépassé au titre de l'année considérée.

Il est recommandé aux actionnaires de se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel à ce sujet.

✓ *Personnes morales résidentes en France et assujetties à l'impôt sur les sociétés*

– Régime de droit commun

Les plus-values

Les plus-values nettes réalisées lors de la cession d'actions de la société Distriborg Groupe seront soumises à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33 1/3% (ou, le cas échéant, au taux de 15% dans la limite de 38.120 euros par période de douze mois pour les actionnaires satisfaisant certaines conditions de chiffre d'affaires et de détention du capital social), augmenté, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3%.

Les moins-values

La perte dégagée lors de la cession de titres de placement est déductible du résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun.

– Régime fiscal des titres de participation

Les plus-values

En application des dispositions de l'article 219-I-a quinquièmes du CGI, les plus-values réalisées à l'occasion de la cession des actions de la société Distriborg Groupe qui répondent à la définition fiscale des titres de participation et qui ont été détenus pendant au moins deux ans, sont éligibles au régime d'imposition des plus-values à long terme.

En cas d'échange placé sous le régime du sursis d'imposition, le délai de deux ans est décompté à partir de la date d'acquisition des titres remis à l'échange et non à compter de la date de l'échange.

Constituent notamment des titres de participation au sens de l'article 219-I-a du CGI, les actions (autres que les titres de sociétés à prépondérance immobilière) (i) revêtant ce caractère sur le plan comptable et (ii) sous réserve d'être inscrites en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime des sociétés mères prévu aux articles 145 et 216 du CGI (ce qui suppose la détention d'une participation au moins égale à 5% du capital de la société).

Les plus-values sur les titres de participation, réalisées au cours d'un exercice ouvert à compter du 1^{er} janvier 2007, sont exonérées de l'impôt sur les sociétés, à l'exception d'une quote-part de frais et charges égale à 5% du résultat net des plus-values de cession qui est incluse dans le résultat imposé dans les conditions de droit commun.

En revanche, sont désormais exclus du régime des plus-values à long terme, les titres dont le prix de revient est au moins égal à 22,8 millions d'euros, et qui remplissent toutes les conditions pour ouvrir droit au régime des sociétés mères et filiales autres que la détention de 5% au moins du capital de la société émettrice.

Les plus-values sur ces titres sont imposées au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés, soit 33 1/3% pour les exercices clos à compter du 31 décembre 2006.

Les moins-values

Les moins-values à long terme réalisées, le cas échéant, lors de la cession des actions de la société Distriborg Groupe sont imputables sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'exercice de leur constatation (réduisant par la même la quote-part imposable de 5% mentionnée ci-dessus). En cas de moins-values nettes à long terme, ces dernières ne sont pas reportables.

✓ *Personnes physiques ou morales résidentes en France soumises à un régime d'impôt différent*

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus devront s'informer auprès de leur conseiller fiscal habituel du régime fiscal s'appliquant à leur cas particulier.

✓ *Personnes physiques ou morales non résidentes en France*

Les actionnaires non résidents en France sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal pour connaître le régime qui leur est applicable.

✓ *Droit d'enregistrement*

Aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société cotée, à moins toutefois que la cession ne soit constatée par un acte. Dans ce cas, l'acte de cession doit être enregistré et cet enregistrement donne lieu au paiement d'un droit de 1,1% plafonné à 4.000 euros.

✓ *Actions Distriborg Groupe faisant l'objet du Retrait Obligatoire*

Le régime fiscal des plus-values réalisées à l'occasion du Retrait Obligatoire est identique à celui des plus-values qui sont réalisées consécutivement à l'Offre. La plus-value est constatée le jour du transfert de propriété des titres.

1.7 Modalités de financement de l'Offre et frais liés à l'opération

L'acquisition de la totalité des actions Distriborg Groupe susceptibles d'être présentées à l'Offre représenteraient, sur la base d'un prix d'Offre de 157 euros, un montant total maximum d'environ 1.038.241 euros hors frais divers et commissions.

Le rachat de ces actions sera financé en intégralité par Wessanen France Holding. Ce financement sera assuré par la trésorerie propre de l'Initiateur. Le financement de l'opération n'aura pas d'incidence sur les actifs et les résultats de Wessanen France Holding.

2 ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT

Le prix proposé par Wessanen France Holding SAS (Wessanen) est de 157 euros par action Distriborg Groupe (Distriborg).

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant ci-après ont été préparés et résumés par ING pour le compte de l'Initiateur, sur la base d'informations et d'indications transmises par l'équipe de direction de Distriborg. Ces informations et indications n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part d'ING.

L'objectif du présent rapport consiste à donner, au regard des critères exposés ci-après, une appréciation du prix proposé par Wessanen dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire visant les actions de Distriborg.

2.1. Méthodologie

2.1.1. Méthodes écartées

Les trois méthodes de valorisation présentées ci-dessous ont été écartées :

- Actif net comptable;
- Actif net réévalué;
- Actualisation des flux de dividendes.

Actif net comptable

La méthode de l'actif net comptable consiste à calculer le montant des capitaux propres par action; il s'agit donc de l'estimation comptable de la valeur d'une action. Cette méthode, fondée sur une valeur historique des actifs et des passifs, a été écartée car elle ne prend en compte ni les perspectives de croissance de la société, ni ses performances futures, ni la valeur des actifs incorporels non reconnus au bilan. De plus, cette méthode est plus pertinente pour des sociétés à forte intensité capitalistique.

Pour information, l'actif net comptable de Distriborg au 30 juin 2008 s'élevait à 135,1 millions d'euros, soit 83,93 euros par action Distriborg.

Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consiste à réévaluer l'actif net comptable d'une société en prenant en compte les plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en engagements hors bilan. Cette méthode, dite patrimoniale, est couramment utilisée pour évaluer des conglomérats dont les comptes et projections agrégés ne peuvent pas être analysés en tant que tels, ce qui n'est pas le cas de Distriborg. Alors que la réévaluation des marques du portefeuille de Distriborg pourrait être considérée appropriée dans ce contexte, les flux de trésorerie futurs disponibles générés par les marques de Distriborg ont été inclus dans la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles retenue ci-dessous. De plus, les recettes de fabrication des produits Distriborg n'appartenant pas à la société, il est difficile d'identifier une séparation entre la valeur de la marque et la valeur de la recette.

Actualisation des flux de dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes futurs versés par une société. Cette méthode n'est pertinente que pour des sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative et ont un taux de distribution constant et prévisible. Dans le cas de Distriborg, la société ne versant plus de dividende depuis l'exercice clôturé au 31 décembre 1999 et les informations actuellement disponibles ne permettant pas de donner une référence pour le taux de distribution futur de la société, cette méthode a été écartée.

2.1.2. Méthodes retenues

Les cinq méthodes de valorisation suivantes ont été retenues :

- Cours de bourse récents pondérés;
- Transactions récentes intervenues sur le capital;
- Multiples de sociétés cotées comparables;
- Multiples de transactions comparables;
- Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles.

2.2. Hypothèses retenues et sources des informations utilisées

Les principales données financières ayant servi de base à l'évaluation sont les suivantes :

- Les rapports annuels 2005, 2006 et 2007 de Distriborg ainsi que le rapport semestriel au 30 juin 2008;
- Le budget de Distriborg pour les années 2008 et 2009, élaboré par le management en juin 2008 et révisé en octobre 2008;
 - Le budget prévisionnel de Distriborg pour les années 2008 et 2009, élaboré en juin 2008, a été révisé en octobre 2008 compte tenu des évolutions les plus récentes et des perspectives économiques revues à la baisse en raison des conditions économiques. Le budget 2008 révisé en octobre 2008 comprend une révision à la baisse du chiffre d'affaires de 1,5% par rapport au budget de juin 2008 et une marge d'EBIT de 10,0% contre 10,4%. Le budget 2009, révisé à la même période, comprend une révision à la baisse du chiffre d'affaires de 2,8% et une marge d'EBIT de 9,9% contre 9,8%.
- Le plan de Distriborg pour les années 2008 à 2014, élaboré par le management en novembre 2008 et révisé en décembre 2008, qui comprend les budgets 2008 et 2009 les plus récents;
 - Le plan révisé comprend des révisions négligeables des taux de croissance pour les années 2008 à 2011. (Les taux de croissance prévus passent de 2,6%, 2,7%, 2,7% et 2,6% pour les années 2008 à 2011 à respectivement 2,4%, 2,8%, 2,7% et 2,5%. Les marges d'EBIT sont aussi été révisées à la baisse. eu égard à la croissance supérieure des ventes de la division HFS, dont la marge d'EBIT est matériellement inférieure au marge de la division GMS (3,7% vs. 15,4% en 2008).
- Le plan stratégique 2009-2011 élaboré par le management en juin 2008.
- Le nombre total de 1.609.609 actions composant le capital de Distriborg au 30 juin 2008 (rapport semestriel 2008);
- La trésorerie nette de Distriborg retenue, confirmée par les experts comptables de KPMG au 30 juin 2008, est celle du rapport financier semestriel 2008 s'élevant à 92,5 millions d'euros, y compris la trésorerie au 30 juin 2008, d'un montant de 4,8 millions d'euros et le prêt Distriborg à Wessanen France Holding, sa société mère, d'un montant de 87,7 millions d'euros.

2.3. Application des méthodes de valorisation retenues

2.3.1. Cours de bourse récents pondérés

Cette méthode consiste à comparer le prix de l'offre aux cours moyens pondérés de l'action Distriborg sur différents horizons de temps.

L'action Distriborg est cotée sur le Compartiment B (Mid-caps) d'Euronext Paris (Code ISIN FR0000061178) depuis 1987.

Le tableau ci-dessous présente les primes et décotes par rapport aux cours de bourse historiques de l'action Distriborg :

Cours moyens pondérés

Période	Cours moyen pondéré	Prime/décote offerte par le prix de l'offre	Volume quotidien moyen (nombre d'actions)	Cours le plus haut	Cours le plus bas	Volume total dans la période
Le 16 octobre 2008	100,03	57,0%	-	-	-	-
Sur 1 mois	120,90	29,9%	2,0	143,00	100,03	45
Sur 3 mois	128,66	22,0%	3,3	143,00	100,03	219
Sur 6 mois	144,24	8,8%	2,5	240,00	100,03	326
Sur 1 an	187,19	(16,1%)	2,7	255,00	100,03	714

Source: Datastream

Le prix de l'offre de 157 euros par action Distriborg fait apparaître une prime de 57% par rapport au cours du 16 octobre 2008 (100,03 euros), soit la date précédant la suspension du titre par Euronext Paris. Au cours de l'annonce par Wessanen du rachat de 159.667 actions Distriborg (voir ci-dessous), celui-ci a exprimé son intention de racheter à terme l'intégralité des actions Distriborg disponibles. Néanmoins, l'annonce du prix de l'Offre n'est intervenue qu'au moment du dépôt de l'Offre, le 6 janvier 2009. Le dernier cours de bourse, le 1^{er} septembre 2008, précédant l'annonce du projet de l'Offre, était de 130,00 euros. Le cours moyen pondéré à 3 mois précédant cette date est de 141,70 euros.

¹ Le 30 décembre 2008, Distriborg a procédé à la publication d'Information Trimestrielle au 30 Septembre 2008 faisant état d'une progression du chiffre d'affaires aux alentours de 4%. Cette publication a fait l'objet d'une rectification publiée le 16 janvier 2009.

Le titre Distriborg ayant une très faible liquidité, le flottant de la société étant réduit et la société n'étant plus suivie par aucun analyste financier, la pertinence de cette méthode de valorisation est limitée.

2.3.2. Méthode des transactions récentes intervenues sur le capital

Wessanen a annoncé, le 2 septembre 2008, l'acquisition des 159.667 actions détenues par les Laboratoires Lehning au prix de 140 euros par action Distriborg. Le contrat a été conclu le 1^{er} septembre 2008. Cette transaction s'est déroulée dans des conditions normales de concurrence, après plusieurs mois de négociations entre parties dûment informées. Le prix de 140 euros par action constitue l'intégralité du prix payé par l'acheteur au vendeur, sans aucun mécanisme de paiement complémentaire ni avantage annexe (pécuniaire ou autre). La transaction porte sur un nombre d'actions plus de 200 fois supérieur au nombre total d'actions Distriborg achetées sur le marché au cours des douze mois avant la suspension du titre. La méthode des transactions récentes revêt dès lors une pertinence fondamentale pour la valorisation de Distriborg.

Le prix de l'offre de 157 euros par action Distriborg fait apparaître une prime de 12% par rapport au prix des transactions récentes intervenues sur le capital.

2.3.3. Méthode des sociétés cotées comparables

La méthode consiste à appliquer aux agrégats financiers de Distriborg les multiples de valorisation d'un échantillon de sociétés comparables cotées.

Les multiples retenus sont les multiples de chiffre d'affaires (VE^2/CA^3) et d'EBITDA⁴ ($VE/EBITDA$). Le multiple d'EBIT⁵ ($VE/EBIT$) a été écarté en raison des différences de marges opérationnelles observées entre les sociétés de l'échantillon et Distriborg.

Les différences de marge d'EBIT reflètent deux caractéristiques propres à Distriborg comparées aux sociétés présentes dans l'échantillon :

- la forte reconnaissance des marques de Distriborg sur le marché français permet à ce dernier de positionner ses produits dans une gamme dite « premium » aux marges opérationnelles supérieures. Cet élément est renforcé par le fait que ses marques sont présentes sur le marché depuis de nombreuses années, quand elles n'ont pas été les premières à entrer sur le marché. Cette situation est cependant remise en cause, puisque le marché doit aujourd'hui faire face à la forte progression des marques distributeurs, notamment sur le segment biologique, les principaux clients devenant en GMS les principaux concurrents;
- le fait que les sociétés présentées dans l'échantillon sont plus concentrées sur la production de produits alimentaires que ne l'est Distriborg. Il en résulte que leurs bases d'immobilisations corporelles sont plus importantes, celles-ci entraînant logiquement des dotations aux amortissements.

Le multiple de résultat net (PER) n'a pas été retenu car il est impacté par la structure de financement et le régime fiscal des sociétés. De plus, Distriborg dispose d'une trésorerie nette, ce qui n'est pas le cas de la plupart des sociétés de l'échantillon.

Les sociétés de l'échantillon opèrent dans des segments de l'industrie alimentaire à valeur ajoutée mais aucune n'est spécifiquement concentrée sur les produits biologiques et diététiques comme l'est Distriborg. De plus, les sociétés directement comparables à Distriborg, identifiées par le management de la société, ne sont pas cotées ou ne sont que des petites divisions de grands groupes cotés.

Les sociétés comparables et leurs multiples respectifs sont détaillés dans le tableau ci-dessous :

² VE = Valeur d'Entreprise

³ CA = Chiffre d'Affaires

⁴ EBITDA = résultat opérationnel courant avant dotations aux amortissements et provisions

⁵ EBIT = résultat opérationnel courant

Sociétés cotées comparables

Entreprise	Nationalité	Capitalisation €m	VE €m	VE/CA			VE/EBITDA		
				2007A	2008F	2009F	2007A	2008F	2009F
Ebro Puleva SA	Espagne	1.547,9	2.873,4	1,1x	1,0x	1,0x	9,4x	8,9x	8,3x
Bonduelle SA	France	484,0	937,5	0,7x	0,6x	0,6x	7,6x	5,6x	5,4x
Wessanen Kon	Pays-Bas	300,1	531,4	0,3x	0,3x	0,3x	6,5x	6,6x	6,1x
Rieber & Son	Norvège	306,2	449,9	0,8x	0,8x	0,8x	7,5x	7,4x	7,1x
Premier Foods Plc	Royaume-Uni	160,5	2.253,3	0,7x	0,7x	0,7x	4,4x	5,1x	4,7x
Greencore Group	Irlande	172,6	466,5	0,4x	0,4x	0,4x	3,8x	4,3x	4,4x
Huegli Holding	Suisse	110,7	174,4	0,8x	0,7x	0,7x	7,6x	6,4x	5,9x
Total Produce plc	Royaume-Uni	75,7	204,8	0,1x	0,1x	0,1x	3,6x	3,5x	3,4x
Bakkavor Group hf	Islande	48,4	1.064,8	0,5x	0,5x	0,5x	4,9x	6,3x	5,2x
Tipiak SA	France	47,1	84,4	0,5x	0,5x	0,5x	5,2x	n/d	n/d
Pamapol SA	Pologne	18,3	67,4	0,8x	0,5x	0,5x	5,9x	5,9x	4,5x
Médiane				0,7x	0,5x	0,5x	5,9x	6,1x	5,3x
Moyenne (max/min exclus)				0,6x	0,6x	0,5x	5,9x	6,0x	5,4x

Source: Bloomberg, Infiniti, Thomson One, rapports annuels des sociétés

Note : actualisation effectuée sur la base des cours de bourse du 5 décembre 2008

Les marges d'EBITDA et d'EBIT atteintes en 2007 et attendues pour les années 2008 et 2009 sont les suivantes :

Marge d'EBITDA et d'EBIT pour les sociétés cotées comparables

Entreprise	EBITDA			EBIT		
	2007A	2008F	2009F	2007A	2008F	2009F
Ebro Puleva SA	11.4%	11.0%	11.7%	7.7%	7.5%	8.1%
Bonduelle SA	9.9%	10.8%	10.9%	5.7%	6.4%	6.6%
Wessanen Kon	5.2%	5.0%	5.0%	4.0%	3.9%	3.9%
Rieber & Son	10.5%	10.8%	10.9%	6.0%	6.5%	6.8%
Premier Foods Plc	15.6%	14.2%	15.1%	10.4%	10.7%	11.5%
Greencore Group	9.6%	8.3%	8.2%	7.2%	6.0%	6.1%
Huegli Holding	10.9%	10.6%	11.1%	7.8%	7.6%	8.1%
Total Produce plc	2.7%	2.4%	2.4%	1.8%	1.7%	1.7%
Bakkavor Group hf	10.1%	8.1%	9.5%	7.5%	5.4%	6.8%
Tipiak SA	10.5%	n/d	n/d	7.0%	n/d	n/d
Pamapol SA	13.0%	8.9%	10.6%	9.1%	5.0%	6.8%
Médiane	10.5%	9.8%	10.7%	7.2%	6.2%	6.8%
Moyenne (max/min exclus)	10.1%	9.2%	9.7%	6.9%	6.0%	6.6%

Source: Bloomberg, Infiniti, Thomson One, rapports annuels des sociétés

Note : analyse effectuée le 6 décembre 2008

Les valeurs d'entreprise et des capitaux propres sont calculées sur la base des moyennes des multiples de l'échantillon retraitées afin d'en exclure les valeurs extrêmes.

Les multiples issus des sociétés cotées comparables ont été appliqués aux agrégats financiers 2007 et aux agrégats prévus pour 2008 et 2009 issus du budget fourni par le management de la société. La trésorerie nette de Distriborg a été déterminée conformément à la méthodologie exposée au point 2 ci-avant.

L'application de cette méthode conduit à un prix par action compris entre 136,71 (multiple de chiffre d'affaires) et 148,23 (multiple d'EBITDA) euros. Le prix de l'offre de 157 euros par action fait dès lors apparaître des primes implicites de 14,8% et 5,9%.

Les sources suivantes ont été utilisées pour le calcul des multiples : Bloomberg, Infiniti, Thomson One ainsi que les rapports semestriels et annuels des sociétés comparables.

2.3.4. Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats financiers de Distriborg les multiples constatés à l'occasion de transactions récentes intervenues dans le même secteur d'activité ou dans un secteur aux caractéristiques similaires en termes de modèle d'activité. La méthode des transactions comparables permet dès lors de voir quel prix est disposé à payer un investisseur pour une société comparable.

Cette méthode s'avère compliquée puisqu'elle repose sur le choix des transactions retenues comme comparables alors que :

- La qualité et la fiabilité de l'information varient sensiblement d'une transaction à l'autre, notamment pour les transactions privées;
- Les sociétés rachetées ne sont jamais tout à fait comparables du fait de leur différence de taille, de positionnement, de présence géographique ou de profitabilité;
- L'intérêt stratégique d'une acquisition est plus ou moins fort puisque le prix payé peut inclure une prime de contrôle plus ou moins élevée. De plus, l'Offre ne concerne ni l'acquisition d'un seuil important ni le contrôle de la société.
- Les transactions se déroulant dans des conditions économiques diverses, les multiples issus de ces transactions peuvent eux-mêmes fortement diverger en fonction des cycles économiques au cours desquels ces transactions ont été réalisées.

Les multiples retenus sont les multiples de chiffre d'affaires (VE/CA), d'EBITDA (VE/EBITDA) et le multiple de résultat net (PER). Le multiple d'EBIT (VE/EBIT) a été écarté en raison des différences de marges opérationnelles observées entre les sociétés de l'échantillon et Distriborg. Bien qu'écarté pour la méthode des sociétés cotées comparables, le multiple de résultat net a été retenu pour la méthode des transactions comparables dans la mesure où l'acquéreur d'une société prend son contrôle et peut dès lors ajuster la structure capitalistique de la cible. De plus, ce multiple est régulièrement rendu public dans le cadre de transactions privées, ce qui renforce la fiabilité du multiple.

Toutes les transactions de l'échantillon présenté ci-dessous concernent le secteur agro-alimentaire à valeur ajoutée en Europe occidentale.

Les transactions comparables et leurs multiples respectifs sont détaillés dans le tableau ci-dessous :

Transactions comparables

Société cible	Acquéreur	Date	VE/CA	VE/EBITDA	PER
Dorset Cereals Ltd	Wellness Foods Ltd	mar-08	1,7x	-	-
Blueberry Group Ltd	Close Brothers Growth Capital Limited	fév-08	0,6x	-	-
Plusfood Groep BV	Perdigao SA	jan-08	0,4x	-	-
Welcome Food Ingredients Ltd	Bakkavor Group	oct-07	1,6x	9,0x	21,2x
Pataks Foods Ltd	Associated British Foods plc	sep-07	1,9x	n/m	-
La Fornaia Ltd	Canada Bread Co Ltd	aoû-07	0,9x	9,1x	21,3x
Diana Ingredients SAS	AXA Private Equity	jui-07	-	-	-
Dailycer Group; Delicia BV	One Equity Partners LLC	mar-07	0,9x	-	16,5x
Burton's Foods	Duke Street Capital	mar-07	0,7x	8,4x	-
Stream Foods Ltd	Wellness Foods Limited	mar-07	2,5x	15,4x	26,7x
WT Foods plc	GraceKennedy Limited	mar-07	0,4x	-	-
St Hubert SAS	Dairy Crest Group plc	jan-07	4,0x	10,9x	-
Fletchers Bakeries Ltd.; Northern Foods Plc (Chilled Pastry, Park Cake Bakeries, Smiths Flour Mills)	Vision Capital Ltd	jan-07	0,3x	-	20,3x
United Biscuits	Blackstone Group Holdings LLC; PAI Partners	déc-06	1,3x	9,9x	-
Acatris Belgium NV; Acatris Holding BV; Acatris Inc	Frutarom Industries Ltd	oct-06	0,9x	-	-
Humdinger Ltd	Zetar Plc	jui-06	0,7x	9,0x	22,1x
Nutrition & Santé	AAC Capital Partners (Formerly ABN Amro Capital); L Capital (LC)	fév-06	0,9x	-	-
Cauldron Foods Ltd	Premier Brands Foods PLC	nov-05	1,8x	9,5x	13,3x
Benedicta	AXA Private Equity	jui-05	0,8x	9,9x	44,3x
Geest plc	Bakkavor Group	mai-05	0,7x	7,7x	23,3x
Panzani SA	Ebro Puleva SA	avr-05	1,5x	9,3x	n/a
Médiane			1,2x	9,8x	11,2x
Moyenne (max/min exclus)			1,1x	9,4x	12,8x

Source: Mergermarket, SDC Platinum, ICC Juniper, Orbis, presse

Les valeurs d'entreprise et des capitaux propres sont calculées sur la base des moyennes des multiples de l'échantillon retraitées afin d'en exclure les valeurs extrêmes. La fourchette des valeurs des capitaux propres obtenue a été ajustée de la moyenne des primes de contrôle offertes pour des acquisitions réalisées en France pendant les cinq dernières années. Pour les acquisitions qui portent sur plus de 50% des actions de l'entreprise, la base de données SDC Platinum fournit des primes de contrôle moyennes entre début 2003 et fin septembre 2008 de 20,7%, 23,0% and 26,5% correspondant aux cours de bourse un jour, une semaine et un mois précédents l'offre. La prime de contrôle retenue pour l'ajustement est 25,0%.

Les multiples issus des transactions comparables ont été appliqués aux agrégats financiers 2007 de Distriborg. La trésorerie nette de Distriborg a été déterminée conformément à la méthodologie exposée au point 2 ci-avant.

L'application de cette méthode conclut à un prix par action compris entre 104,46 (multiple de résultat net) et 170,97 (multiple de chiffre d'affaires) euros. Le prix de l'offre de 157 euros par action fait dès lors apparaître des primes implicites de 50% et (8)%. L'application du multiple VE/EBITDA à l'EBITDA 2007 de Distriborg conclut à un prix par action de 157,69 euros.

Sans l'application de l'ajustement de 25,0% correspondant à la prime de contrôle implicite payée par les acquéreurs, l'application des multiples ci-dessus conclut à un prix par action compris entre 130,57 euros (multiple de résultat net) et 213,71 euros (multiple de chiffre d'affaires). L'application du multiple VE/EBITDA conclut à un prix par action de 197,11 euros. Cependant, toutes ces transactions concernent l'acquisition de contrôle par l'acquéreur, ce qui n'est pas le cas pour l'Offre.

Les sources suivantes ont été utilisées pour le calcul des multiples : Mergermarket, SDC Platinum, ICC Juniper et Orbis.

2.3.5. Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles

Cette méthode consiste à déterminer une valeur intrinsèque de la société, soit la valeur de son actif économique, en actualisant les flux de trésorerie disponibles prévisionnels générés par l'actif économique. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital pour la société. La valeur des capitaux propres est obtenue en déduisant de la valeur de son actif économique l'endettement financier net de la société.

Les flux de trésorerie disponibles de Distriborg ont été déterminés par ING sur la base des informations détaillées au point 2 ci-avant.

La situation de trésorerie nette de Distriborg au 30 juin 2008 est de 92,5 millions d'euros, en prenant en compte le prêt accordé à Wessanen par Distriborg et la trésorerie de Distriborg à la même date, soit 4,8 millions d'euros.

2.3.5.1. Données financières historiques de Distriborg

Les données financières clés de Distriborg pour les trois derniers exercices sont les suivants :

(EURm)	31 décembre 2005	31 décembre 2006	31 décembre 2007	Prévision 2008
Réseau HFS	82,7	87,1	83,1	89,6
Variation	(3,7)%	5,4%	(4,6)%	7,8%
Réseau GMS	135,5	127,0	141,7	141,5
Variation	(6,5)%	(6,3)%	11,6%	(0,1)%
Autre	0,0	1,6	0,8	0,0
Chiffre d'affaires	218,2	215,7	225,7	231,1
Variation	(5,5)%	(1,1)%	4,6%	2,4%
Marge d'EBIT	9,3%	9,4%	10,2%	10,2%

Il est à noter qu'après la fin de l'exercice 2006 environ 10,0 millions d'euros de chiffre d'affaires, correspondant aux ventes de Distriborg à l'export, ont été transférées de la division HFS à la division GMS.

2.3.5.2. Hypothèses principales

Les principales hypothèses du plan fourni par le management de Distriborg et celles d'ING sont les suivantes :

- La croissance du chiffre d'affaires reflète les conditions économiques actuelles observées et prévisibles pour la France. Ayant atteint un taux de croissance de 4,6% pour l'exercice 2007, le management anticipe une croissance de 2,4% en 2008, prenant en compte un taux de croissance de 7,8% pour le réseau des circuits spécialisés (HFS) et de (0,1)% pour le réseau des grandes et moyennes surfaces (GMS).
- Pour la période 2009-2011, le management anticipe une croissance annuelle respective de 2,8%, 2,7% et 2,5% soutenue par une croissance de la demande pour les produits biologiques et amincissants, couplée aux dépenses accrues en publicité visant à renforcer la visibilité des marques du groupe. Ces taux de croissance prennent en compte une croissance respective de 6,1%, 5,6% et 5,0% pour le réseau HFS et de 0,8%, 0,8% et 0,8% pour le réseau GMS, qui doit moins progresser dans la période à cause d'un accroissement de la concurrence et le développement des marques de distributeurs des grandes et moyennes surfaces.
- A partir de 2012, le management anticipe un ralentissement de la croissance lié au niveau de concurrence élevé dans le secteur. ING anticipe un ralentissement du taux de croissance de 2,5% en 2013 à 1,2% en 2018, hypothèse confirmée par le management de Distriborg.
- Une hausse des matières premières à court et moyen terme a été intégrée et impacte la marge brute à moyen terme. Pour le premier semestre 2008 (au 30 juin 2008), la marge brute s'élevait à 37,1%, alors qu'elle était de 37,7% pour les six premiers mois de 2007. Le management anticipe une marge brute de 37,2% pour l'exercice 2008 (au 31 décembre 2008) et une marge de 37,3% en 2009. Après 2010, le management prévoit une baisse de la marge de 37,1% en 2011 à 36,1% en 2018.
- Anticipation d'une réduction de la marge d'EBIT de 10,2% en 2007 et 2008 à 9,4% en 2009 et 8,4% en 2011 liée à l'augmentation des coûts opérationnels. Ces derniers reflètent un accroissement des dépenses en logistique et en promotion qui viennent accompagner la croissance, et des coûts administratifs supplémentaires liés à la mise en place d'un nouveau système comptable. Le management anticipe par la suite une réduction graduelle de la marge d'EBIT liée au niveau de concurrence élevé dans le secteur évoqué ci-dessus ainsi qu'aux dépenses de marketing nécessaires à Distriborg pour essayer de conserver sa part de marché. Le management a en effet suggéré qu'une marge d'EBIT d'environ 9,0% nécessite le développement constant de nouveaux produits et de nouvelles marques et donc des investissements significatifs.
- Les amortissements augmentent de 0,2% en 2007 à 0,5% du chiffre d'affaires en 2011, puis demeurent à 0,5% du chiffre d'affaires à partir de 2012.
- Les investissements ont été fixés par le management à un niveau entre 1,2 et 2,4 millions d'euros entre 2008 et 2011 puis correspondent à partir de 2012 au montant annuel des amortissements (soit environ 1,3 millions d'euros annuels).
- Le besoin en fond de roulement, exprimé en pourcentage de chiffre d'affaires, est anticipé, par le management, constant à partir de la fin de l'exercice 2009.

La valeur terminale utilisée est l'année 2018 et le taux de croissance à l'infini est 1,0%, ce qui reflète la position de Distriborg dans une industrie mûre et le développement des marques de distributeurs des grandes et moyennes surfaces.

2.3.5.3. Coût moyen pondéré du capital

Le coût moyen pondéré du capital utilisé pour l'actualisation des flux de trésorerie disponibles est de 9,02%, et est calculé à partir des hypothèses suivantes :

- Taux sans risque de 3,85% (source : Financial Times, www.ft.com, le 25 novembre 2008);
- Taux d'impôt de 33,3%;
- Coût de la dette brute de 6,85% (source : coût moyen de la dette de Royal Wessanen nv pour l'exercice 2007)
- Coût de la dette après impôt de 4,57%;
- Prime de risque de marché de 8,06% (source : Bloomberg, le 19 novembre 2008);
- Beta désendetté de 0,661, correspondant au beta désendetté de Royal Wessanen nv (beta endetté - source : Bloomberg, calcul du beta désendetté par ING, le 19 novembre 2008);
- Levier financier de 25% correspondant à la structure capitalistique de Royal Wessanen nv (source : calcul d'ING).

Le coût des fonds propres qui résulte des hypothèses élaborées ci-dessus est de 10,51%.

2.3.5.4. Agrégats financiers

Les agrégats financiers qui en résultent sont présentés ci-dessous :

	Realisé		Prévisions du management						Estimations d'ING			
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Réseau HFS		89,6	95,0	100,4	105,4	110,7	116,2	122,0	126,9	130,7	133,3	136,0
Réseau GMS		141,5	142,6	143,7	144,8	145,8	146,6	147,4	148,1	148,9	149,6	150,3
Chiffre d'affaires	225,7	231,1	237,6	244,1	250,2	256,5	262,8	269,4	275,0	279,6	282,9	286,3
EBITDA	23,9	24,5	23,7	22,8	22,3	21,6	20,6	19,8	19,8	19,8	19,8	19,9
Marge d'EBITDA	10,6%	10,6%	10,0%	9,3%	8,9%	8,4%	7,9%	7,4%	7,2%	7,1%	7,0%	7,0%
Amortissements	(0,8)	(1,0)	(1,3)	(1,2)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)
EBIT	23,1	23,5	22,4	21,6	21,0	20,3	19,3	18,5	18,4	18,4	18,4	18,5
Marge d'EBIT	10,2%	10,2%	9,4%	8,8%	8,4%	7,9%	7,3%	6,9%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%
Variation du BFR			(2,8)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Investissements			(2,6)	(1,8)	(1,2)	(1,3)	(1,3)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)
Dotations aux amortissements			1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Impôt nominal sur l'EBIT			(7,5)	(7,2)	(7,0)	(6,8)	(6,4)	(6,2)	(6,1)	(6,1)	(6,1)	(6,1)
Flux de trésorerie			10,8	13,9	14,2	13,7	13,0	12,5	12,4	12,3	12,3	12,3
Flux actualisés			9,9	11,7	10,9	9,7	8,5	7,4	6,8	6,2	5,6	5,2

2.3.5.5. Valorisation de Distriborg

La valeur d'entreprise retenue est de 147,3 millions d'euros, soit une valeur des capitaux propres de 239,8 millions d'euros ou 148,98 euros par action. La valeur d'entreprise prend en compte 81,9 millions d'euros de flux explicites (actualisés pour la période 2009 – 2018) et une valeur terminale actualisée de 65,4 millions d'euros. La valeur terminale actualisée représente 44,4% de la valeur d'entreprise.

La valorisation de Distriborg prend en compte les analyses de sensibilité suivantes :

- Un coût moyen pondéré du capital compris entre 8,5% et 9,5% conforme à la majorité des coûts moyens pondérés pour les sociétés cotées comparables, tels qu'estimés par les analystes financiers;
- Un taux de croissance à l'infini compris entre 0,5% et 1,5% conforme à la majorité des taux de croissance pour Royal Wessanen nv tels qu'estimés par les analystes financiers.

La sensibilité de la valeur des fonds propres par action (en euros) au taux d'actualisation et au taux de croissance à long terme est la suivante :

		Taux de croissance à l'infini				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Coût moyen pondéré du capital	8,0%	154,77	157,94	161,55	165,73	170,59
	8,5%	149,14	151,82	154,85	158,32	162,33
	9,0%	144,12	146,41	148,98	151,90	155,23
	9,5%	139,63	141,60	143,79	146,26	149,06
	10,0%	135,59	137,29	139,17	141,28	143,65

Sur la base des analyses de sensibilité, la valeur de l'action Distriborg est comprise entre 141,60 et 158,32 euros par action. Ces prix impliquent des multiples VE/EBITDA respectifs de 5,5x et 6,6x. Le prix de l'offre de 157 euros par action fait des lors apparaître des primes implicites de 10,9% et de (0,8)%.

2.4. Synthèse

Sur la base des éléments de valorisation présentés, le prix de l'offre fait apparaître les primes et décotes suivantes :

Méthode de Valorisation	Prix induit		Milieu de la fourchette Prime offerte par l'Offre	
Méthodes retenues à titre principal				
Transactions récentes	140,00		140,00	12,1%
Cours de bourse récents pondérés	100,03	187,19	143,61	9,3%
Comparables boursiers	136,71	148,23	142,47	10,2%
Transactions comparables	104,46	170,97	137,71	14,0%
Actualisation des flux de trésorerie	152,01	170,01	161,01	(2,5)%

2.5. Développements récents postérieurs au dépôt du projet d'offre le 6 janvier 2009

2.5.1. Révision du taux de croissance du chiffre d'affaires 2008

Le management de Distriborg a informé ING que la croissance prévisionnelle du chiffre d'affaires de +2.4% pour l'exercice 2008 tel que retenue dans le plan d'affaires établi par le management et soutenant le rapport d'évaluation d'ING devait être revue à la hausse. En effet, à la lumière des dernières informations en sa possession, le management estime à la date du début d'offre que la croissance pour 2008 sera un peu inférieure à 4%.

Le management explique principalement cette révision à la hausse du chiffre d'affaires par la réalisation de ventes de décembre nettement supérieures à celles qui avaient été estimées. Il attribue cette progression à sa décision de pousser les ventes promotionnelles de fin d'année afin de réagir au mieux au fort ralentissement constaté au début du quatrième trimestre.

Toutefois, en dépit des initiatives prises afin de promouvoir les ventes à la fin de l'année 2008, le management n'anticipe pas de croissance du résultat opérationnel lié à la croissance additionnelle du chiffre d'affaires, puisque ces ventes ont été réalisées avec des marges brutes inférieures aux marges habituelles.

Le management précise enfin que les éléments d'atterrissage de l'exercice 2008 ne modifient pas les plans d'affaires pour les années 2009 à 2011. Ceux-ci restent par ailleurs relativement ambitieux, puisque la tendance du chiffre d'affaires du dernier trimestre 2008 se situe entre 1 et 1.5%.

2.5.2. Impact sur l'appréciation du prix offert.

ING a déterminé l'impact de cette révision à la hausse du chiffre d'affaires pour l'exercice 2008 sur la fourchette de valeur de la méthode par actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles, et confirme son impact marginal sur le rapport d'évaluation. En effet, sur la base des chiffres d'affaires et des marges d'EBIT identiques pour les années postérieures à 2008, l'impact de la révision est positif de l'ordre de 0,14 euros par action Distriborg. Cette analyse implique une valeur d'entreprise de 147,5 millions d'euros, dont 82,1 millions d'euros de flux explicites actualisés et une valeur terminale actualisée de 65,4 millions d'euros.

La sensibilité de la valeur des fonds propres par action (en euros) au taux d'actualisation et au taux de croissance à long terme est revue comme suit :

		Taux de croissance à l'infini				
		0,0%	0,50%	1,0%	1,5%	2,0%
Coût	8,0%	154,90	158,07	161,69	165,86	170,73
moyen	8,5%	149,27	151,95	154,99	158,46	162,46
pondéré	9,0%	144,26	146,54	149,12	152,03	155,36
du capital	9,5%	139,77	141,73	143,93	146,39	149,19
	10,0%	135,72	137,42	139,30	141,41	143,78

Sur la base des analyses de sensibilité, la valeur de l'action Distriborg est comprise entre 141,73 et 158,46 euros par action, alors qu'elle était comprise entre 141,60 et 158,32 lorsque la croissance du chiffre d'affaires avait été fixée à +2,4%. Le prix de l'Offre de 157 euros par action fait des lors apparaître des primes implicites de 10,8% et (0,9)%, contre 10,9% et (0,8)% précédemment.

3 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Extrait des délibérations du Conseil d'administration de Distriborg Groupe du 5 janvier 2009 :

Le conseil d'administration de Distriborg Groupe s'est réuni le 5 janvier 2009 pour donner un avis motivé sur le projet de dépôt d'une Offre Publique de Retrait suivi d'un Retrait Obligatoire initiée par la société Wessanen France Holding.

Le texte de cet avis extrait du procès-verbal de la réunion du conseil, est reproduit ci-après :

Le Conseil d'administration de Distriborg Groupe s'est réuni le 5 janvier 2009 sous la présidence de Monsieur Christophe Barnouin, Président Directeur Général, afin d'examiner le projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire déposé par Wessanen France Holding et de rendre un avis motivé sur les conséquences que présente ce projet pour la société Distriborg Groupe, ses salariés et ses actionnaires. Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents à l'exception de Monisier Ad Veenhof et Wessanen Europa.

1. Examen du projet d'Offre et du projet de note d'information conjointe à Wessanen et à la Société et avis du Conseil d'Administration sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés

"Le Président du Conseil d'Administration rappelle que la Société fait l'objet d'un projet d'Offre publique de retrait avec retrait obligatoire visant approximativement 0.4% du capital de la Société par la société WESSANEN FRANCE HOLDING, société par actions simplifiée au capital social de 63.500.000 Euro dont le siège social est situé au 217 Chemin du Grand Revoyet – 69230 St Genis Laval et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Lyon sous le numéro 343 173 647 ("WESSANEN").

Le terme "Offre" désigne le projet d'Offre publique de retrait avec retrait obligatoire.

Cette Offre fait suite à l'acquisition par la société WESSANEN de la participation minoritaire détenue par LABORATOIRES LEHNING dans le capital de la Société.

Le Président du Conseil d'Administration présente aux membres les termes du projet d'Offre et les intentions de la société WESSANEN.

Suite à l'examen du projet d'Offre et du projet de note d'information conjointe à Wessanen et à la Société, le Conseil d'Administration prend acte :

- des motifs et intentions de Wessanen dans le cadre de l'Offre, notamment en matière de stratégie, d'organisation juridique ainsi qu'en matière de politique de distribution des dividendes.*
- des conditions du projet d'Offre,*
- du prix d'Offre établi à 157 € par action et des éléments constitutifs de ce prix,*
- des conclusions du rapport du cabinet RICOL, LASTEYRIE et Associés situé 2 Avenue Hoche – 75008 Paris, l'expert indépendant, sur le prix proposé.*

Au vu de ce qui précède et après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration conclut, à l'unanimité, que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, des actionnaires et des salariés.

Le Conseil d'Administration prend également acte que le prix proposé de 157 € a fait l'objet d'un rapport sur les conditions financières de l'Offre, par l'expert indépendant désigné, lequel a considéré comme équitable le prix proposé aux actionnaires minoritaires.

En conséquence de ce qui précède le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, décide, à l'unanimité de ses membres, que l'opération proposée est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et se déclare en conséquence favorable au projet d'Offre.

Le Conseil d'Administration prend enfin acte de ce que les actions de la Société seront radiées de NYSE-Euronext Paris (compartiment B) le jour de bourse suivant la clôture de l'Offre, date à laquelle le retrait obligatoire sera effectif.

2. Recommandation aux actionnaires minoritaires

Au vu de l'examen de l'Offre, le Conseil d'Administration juge satisfaisant le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs titres".

4 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

DANS LE CADRE DU RETRAIT OBLIGATOIRE DES ACTIONS DE LA SOCIETE DISTRIBORG GROUPE INITIE PAR LA SOCIETE WESSANEN HOLDINGS SAS

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Au conseil d'administration de la société Distriborg Groupe,

Dans le cadre du retrait obligatoire des actions de la société Distriborg Groupe initié par la société Wessanen France Holding SAS, nous avons été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné lors de sa séance du 9 octobre 2008 par le conseil d'administration de Distriborg Groupe, d'apprécier le caractère équitable de l'indemnisation des actionnaires minoritaires.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (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). Nos diligences sont décrites au point 3 ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société Distriborg Groupe ainsi que par la banque présentatrice du retrait obligatoire, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, nous nous sommes limités à en vérifier la vraisemblance et la cohérence.

1. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

1.1. Sociétés concernées par l'opération

1.1.1. Présentation de Distriborg Groupe

Distriborg Groupe est une société anonyme fondée en avril 1970 au capital de 6 132 610,29 euros composé de 1 609 609 actions, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 970 502 761 et dont le siège social est situé 217, chemin du Grand Revoyet, 69230 Saint Genis Laval. Elle est détenue indirectement à hauteur de 99,6% par Royal Wessanen NV, via les sociétés Wessanen France Holding SAS et Participations et Diététique SA.

Ses actions sont cotées depuis 1987. Elles sont admises sur le Compartiment B de l'Eurolist d'Euronext Paris (ISIN FR0000061178).

Le groupe Distriborg est un groupe opérant essentiellement en France dans la conception et la distribution de spécialités alimentaires biologiques et diététiques dans le domaine de la nutrition et du bien-être. Le groupe diffuse ses références à travers deux réseaux : la grande distribution et les magasins spécialisés.

Le groupe s'organise autour de deux pôles :

- les produits biologiques, diététiques et naturels et les compléments alimentaires. Les principales marques du groupe sont les suivantes : Bjorg, Vivis, Equibrance, Yunnan Tuocho (thé santé), BioVivre, Athlon et Gayelord Hauser ;
- l'épicerie fine et les spécialités régionales : préparations, plats cuisinés et spécialités nationales.

Le groupe Distriborg est composé des cinq sociétés suivantes :

- Distriborg Groupe, holding de tête qui assure la coordination des filiales et procure des services centralisés (recherche et développement, achats, fonctions support);
- Distriborg France, société spécialisée dans la distribution en grandes et moyennes surfaces, et qui propose une offre diversifiée de spécialités nutritionnelles. Cette filiale intègre depuis 2005 l'activité opérationnelle de la société Soreau spécialisée en épicerie fine et spécialités du monde entier; elle intègre également l'activité export du groupe depuis début 2007;
- la société Bonneterre, spécialisée dans l'alimentation biologique et qui propose toute une gamme de produits bio et authentiques (frais, épicerie, boissons, surgelés et fruits et légumes);
- le Laboratoire Kalisterra, positionné sur la santé et la beauté, spécialiste des compléments alimentaires naturels et de la cosmétique biologique;
- la société Bio-Distrifrais qui distribue des produits frais biologiques et naturels auprès des détaillants, sur quatre sites de vente en gros en libre-service.

En 2007, Distriborg Groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 225,7 millions d'euros. Le résultat opérationnel s'est élevé à 23,1 millions d'euros et le résultat net part du groupe à 16,4 millions d'euros.

1.1.2. Présentation de Wessanen France Holding SAS

Wessanen France Holding SAS est un véhicule d'investissement contrôlé à 100% par la société Royal Wessanen NV, société anonyme de droit néerlandais cotée sur Euronext Amsterdam. Le groupe Wessanen a pour activité la conception, la production, la commercialisation et la distribution de produits alimentaires naturels et de spécialités.

Wessanen France Holding SAS a été constituée en 1987 à Lyon. Cette société est une holding active depuis l'offre publique d'achat initiée en 2000. Précédemment, elle n'avait pas d'activité. Son capital social de 63 500 000 euros se compose de 3 968 750 actions de 16 euros.

1.2. Contexte et termes de la procédure de retrait obligatoire

1.2.1. Contexte

Wessanen France Holding détient le contrôle de Distriborg Groupe depuis juillet 2000, à la suite de l'acquisition d'un bloc portant sur 782 925 actions représentant 52,13% du capital et 55,4% des droits de vote.

Cette prise de contrôle a été suivie d'une offre publique d'achat simplifiée lancée en août 2000. Dans le cadre de cette offre, Wessanen avait précisé que la philosophie de son projet reposait sur la priorité au développement de ses activités de produits alimentaires naturels et de spécialités. A la clôture de l'offre, Wessanen détenait 1 335 414 actions Distriborg Groupe représentant 88,64% du capital.

Royal Wessanen NV a annoncé dans un communiqué en date du 2 septembre 2008 :

- avoir conclu un accord le 1^{er} septembre 2008 avec les Laboratoires Lehning portant sur l'acquisition de la totalité de leurs 159 667 actions Distriborg Groupe, soit 9,92% du capital de Distriborg Groupe. Suite à cette acquisition, Royal Wessanen NV détient 99,6% des actions de Distriborg Groupe et 99,7% des droits de vote;
- son intention de lancer la procédure de retrait obligatoire dès que possible.

1.2.2. Termes de la procédure de retrait obligatoire

L'indemnisation des actionnaires minoritaires de Distriborg Groupe est fixée à 157 euros par action.

2. DÉCLARATION D'INDÉPENDANCE

2.1. Rappel des interventions antérieures auprès des personnes concernées par l'opération et leur conseil

Nous n'avons pas réalisé de mission pour la Société ni pour l'Initiateur, ni aucune des personnes que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des deux dernières années.

Ricol, Lasteyrie & Associés n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'offre publique ou leur conseil 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.

Conformément aux préconisations de l'AMF concernant les relations avec la banque-présentatrice de l'opération, nous précisons qu'au cours des deux dernières années, nous ne sommes intervenus en qualité d'expert indépendant sur aucune offre publique où ING était conseil ou présentateur.

2.2. Attestation

Ricol, Lasteyrie & Associés 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.

3. DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUÉES

Nos diligences ont principalement consisté à appréhender le contexte de l'opération et à mettre en œuvre une approche multicritères de la valeur de Distriborg Groupe.

Nous avons pris connaissance des informations financières (rapports financiers, communiqués...) publiées par la Société au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2007 ainsi qu'au 30 juin 2008.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

La Société nous a communiqué un plan d'affaires 2008-2014 ventilé par réseau de distribution et pour l'activité holding, que nous avons étudié de manière approfondie avec le management.

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

Nous avons procédé à un examen critique des éléments d'appréciation de l'offre établis par la banque présentatrice du retrait obligatoire.

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.

Enfin, nous avons obtenu une lettre d'affirmation du management de Distriborg Groupe.

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

4. EVALUATION DE DISTRIBORG GROUPE

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de Distriborg Groupe. Nous avons également pris connaissance des travaux d'ING, banque présentatrice dans le cadre de l'Offre, tels que présentés dans les éléments d'appréciation de l'offre qui nous ont été communiqués le 22 décembre 2008.

Nous avons écarté les méthodes de valorisation suivantes :

- actif net comptable;
- actif net réévalué;
- méthode du rendement.

Pour valoriser la Société, nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- à titre principal : la référence à la transaction entre Wessanen France Holding et les Laboratoires Lehning intervenue le 1^{er} septembre 2008 et la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (DCF);
- à titre de recoupement : les méthodes des multiples de sociétés comparables, des multiples de transactions comparables et la référence au cours de bourse de la Société.

4.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes.

4.1.1. Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur incorporelle des activités du groupe, à l'exception de la marque Gayelord Hauser, n'est inscrite ni au bilan individuel, ni au bilan consolidé de la société Distriborg Groupe.

Pour mémoire, l'actif net comptable consolidé au 30 juin 2008 s'établit à 135,1 millions d'euros pour 1 609 609 actions en circulation, soit une valeur par action égale à 83,95 euros.

4.1.2. Méthode de l'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.

Cette méthode n'a pas été utilisée en tant que telle dans la mesure où elle ferait double emploi avec la méthode fondée sur l'estimation des flux de résultats futurs distribuables aux actionnaires, utilisée ci-après dans l'analyse fondamentale de la valeur.

4.1.3. Méthode de l'actualisation des dividendes futurs (méthode du rendement)

L'approche de valorisation par l'actualisation des dividendes prend pour hypothèse que la valeur d'une action peut être déterminée par la valeur de ses dividendes futurs actualisés. Cette méthode est adaptée dans le cas de l'évaluation d'une société versant des dividendes de façon régulière.

Au cas présent, il ne nous a pas semblé pertinent de retenir cette méthode. La Société n'a pas distribué de dividendes récemment et nous n'avons pas de visibilité sur le niveau de distribution à venir.

4.2. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Pour valoriser la société Distriborg Groupe, nous avons retenu à titre principal les méthodes de valorisation suivantes :

- la référence à la transaction entre Wessanen France Holding et les Laboratoires Lehning intervenue le 1^{er} septembre 2008;
- la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (DCF).

Les méthodes analogiques des multiples des comparables boursiers, des multiples des transactions comparables et les cours de bourse ont été retenues à titre de recoupement (cf. §4.3 ci-après).

Pour l'application des méthodes mentionnées ci-dessus, nous avons retenu les éléments suivants :

Nombre d'actions

Nous avons retenu un nombre d'actions en circulation arrêté au 30 juin 2008, et qui s'élève à 1 609 609. Il n'existe pas de plan de stock options en cours à cette date.

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

L'ajustement permettant le passage de la Valeur d'entreprise à la Valeur des fonds propres ressort à un montant positif de 92,5 millions d'euros (trésorerie nette ajustée) et comprend les éléments suivants :

- trésorerie nette telle qu'elle ressort des comptes de la Société au 30 juin 2008, soit 4,8 millions d'euros;
- augmentée du prêt accordé à Wessanen France Holding pour un montant de 87,7 millions d'euros au 30 juin 2008.

4.2.1. Méthode de la référence aux transactions récentes sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à évaluer la société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital.

La prise de contrôle suivie d'une offre publique d'achat simplifiée lancée en août 2000 par Wessanen France Holding au prix de 77 euros visait une large part du capital de Distriborg Groupe (88,64%). En raison de l'ancienneté de cette opération, la référence à cette offre publique d'achat simplifiée n'a pas été retenue.

Le 1^{er} septembre 2008, Wessanen France Holding a conclu avec les Laboratoires Lehning un accord portant sur l'acquisition de la totalité de leur participation dans le capital de Distriborg Groupe au prix de 140 euros par action.

Par le passé, préalablement à la prise de contrôle de Distriborg Groupe par Wessanen, les Laboratoires Lehning détenaient environ 20% de son capital social (décembre 1999). Après apport à l'offre publique d'achat simplifiée, les Laboratoires Lehning conservaient environ 10,2% (décembre 2000) au capital de Distriborg Groupe, participation stabilisée à 9,92% à fin août 2008.

Il nous a été confirmé que la transaction intervenue le 1^{er} septembre avec les Laboratoires Lehning représentait l'ensemble des conventions entre les parties et que cette transaction avait été conclue sans clause de complément de prix.

L'acquisition du bloc auprès des Laboratoires Lehning, portant sur 9,92% du capital, constitue une référence de valorisation pertinente pour les raisons suivantes :

- cette transaction a été négociée entre tiers indépendants et experts du secteur;
- le prix de 140 euros a été considéré comme suffisamment attractif pour les Laboratoires Lehning qui ont accepté de céder l'intégralité de leur participation à ce prix, sans envisager d'ajustement par rapport au prix de l'Offre de Retrait à venir;
- cette transaction porte sur un pourcentage très significatif du capital résiduel, environ 96% du flottant et, en outre, permet à Wessanen de franchir le seuil de détention l'autorisant à procéder à un retrait obligatoire.

Nous avons effectué une revue du protocole de cession signé le 1^{er} septembre 2008 entre les Laboratoires Lehning et Wessanen France Holding. La cession a été consentie et acceptée moyennant un "prix global, ferme et définitif des actions".

4.2.2. Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

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

Le management de Distriborg Groupe nous a communiqué un plan d'affaires à partir duquel nous avons établi notre évaluation selon la méthode des flux futurs de trésorerie.

Nous avons également analysé les performances historiques de la société sur la période 2006, 2007 et sur l'exercice en cours. Concernant 2008, nous avons analysé les réalisations par rapport au budget.

4.2.2.1. Hypothèses retenues pour le modèle DCF

Période 2008-2014

Les flux retenus au titre de la période 2008 à 2014 sont issus du plan d'affaires établi et révisé par le management pour les besoins de l'opération et validé en tant que tel par le Comité de Direction de Distriborg Groupe.

Ces hypothèses font ressortir un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 2,6% sur la période 2008-2014, soit un taux de 0,6% sur le réseau de distribution des grandes et moyennes surfaces (GMS) et un taux de 5,3% sur le réseau des circuits spécialisés (CS). Cette croissance intègre un développement prévu des activités sur les circuits spécialisés (magasins spécialisés, pharmacies et parapharmacies) en raison notamment du développement de nouveaux produits sur le secteur pharmacie et parapharmacie.

(en K€)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Grandes et moyennes surfaces	141 907	142 605	143 675	144 752	145 765	146 640	147 373
<i>Croissance du CA</i>		0,5%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%
Circuits spécialisés	89 551	95 048	100 395	105 415	110 686	116 220	122 031
<i>Croissance du CA</i>		6,1%	5,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Total chiffre d'affaires	231 459	237 653	244 070	250 167	256 451	262 860	269 404
<i>Croissance du CA</i>		2,7%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

(en K€)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Part du CA réalisée en GMS	61,3%	60,0%	58,9%	57,9%	56,8%	55,8%	54,7%
Part du CA réalisée en CS	38,7%	40,0%	41,1%	42,1%	43,2%	44,2%	45,3%
Total chiffre d'affaires	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Le management anticipe une évolution à la baisse de la marge d'EBIT sur chiffre d'affaires entre 2008 (10%) et 2014 (6,9%) se décomposant comme suit :

- 15,4% à 12,4% sur le réseau grandes et moyennes surfaces;
- 3,6% à 2,1% sur le réseau circuits spécialisés.

Pour le management, cette anticipation de baisse de marge d'EBIT reflète :

- d'une part, une progression des dépenses de publicité sur le réseau GMS et une hausse des coûts de logistique sur le réseau des circuits spécialisés, supérieures à la progression du chiffre d'affaires,
- d'autre part, la prise en compte d'une évolution de la marge d'EBIT sur chiffre d'affaires conduisant à alignement progressif de cette marge avec celle constatée sur les sociétés comparables.

Investissements

La croissance de l'activité s'appuie sur un niveau d'investissements de 1,3 millions d'euros en 2008 jusqu'à 1,4 millions d'euros en 2014. Les investissements concernent principalement des travaux d'aménagement d'entrepôts.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Nous avons calculé les variations annuelles de besoin en fonds de roulement sur la base des éléments suivants :

- les états financiers au 31 décembre 2007 et au 30 juin 2008;
- les bilans prévisionnels 2008 à 2014, ventilés par réseau de distribution et pour l'activité holding, communiqués par le management de Distriborg Groupe.

Année terminale

Nous avons déterminé une année terminale en appliquant un taux de croissance de 1,25% au chiffre d'affaires de 2014.

Nous avons retenu une marge d'EBIT sur chiffre d'affaires de 6,9%, identique à la marge retenue pour les estimations de 2014 car considérée par le management comme présentant un caractère normatif. Nous nous sommes assurés que les multiples induits par la valeur terminale étaient cohérents avec ceux observés sur les sociétés comparables.

Les investissements ont été retenus pour un montant égal aux dotations aux amortissements.

4.2.2.2. Travaux de valorisation

Coût moyen pondéré du capital

Les conditions de marché actuelles pouvant être considérées comme relativement exceptionnelles, les paramètres de marché pris en compte sont des moyennes calculées sur les six derniers mois.

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

- d'un taux de structure financière cible de 26% en ligne avec la structure financière de Wessanen calculée par référence à sa capitalisation boursière moyenne sur les six derniers mois au 5 décembre 2008;
- d'un bêta de 0,886 correspondant au bêta de Wessanen considéré comparable en termes de risque (source : Datastream au 5 décembre 2008);
- d'une prime de risque de 7,62% (source : Associés en Finance, paramètre moyen des six derniers mois à fin novembre 2008);
- d'un taux sans risque de 3,58% (source : Associés en Finance, paramètre moyen des six derniers mois à fin novembre 2008).

Sur ces bases, le taux d'actualisation arrondi ressort à 8,60%.

Les flux financiers ont été actualisés à la date du 30 septembre 2008 et à mi-année.

Croissance infinie

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini compris entre 1% et 1,5%, soit 1,25% en valeur centrale, hypothèse de croissance en ligne avec ceux généralement observés pour les secteurs de l'agro-alimentaire et de la grande distribution.

Calculs de valorisation

La sensibilité de la valeur des fonds propres par action (en euros) au taux d'actualisation et au taux de croissance à long terme est la suivante :

Taux de croissance à long terme	Taux d'actualisation					
	155,25	8,10%	8,35%	8,60%	8,85%	9,10%
1,00%		159,48	156,16	153,06	150,16	147,43
1,25%		162,05	158,53	155,25	152,18	149,31
1,50%		164,81	161,07	157,59	154,35	151,32

La valeur terminale actualisée représente 63,3% de la valeur d'entreprise de Distriborg Groupe.

Nous rappelons que l'ajustement permettant le passage de la Valeur d'entreprise et la Valeur des fonds propres (92,5 M€) se compose de la trésorerie nette de la Société au 30 juin 2008 (4,8 M€) et du prêt Wessanen France Holding (87,7 M€ au 30 juin 2008).

Selon cette méthode et suivant les sensibilités étudiées, la valeur par action de la société Distriborg Groupe ressort dans une fourchette de 152,18 euros à 158,53 euros, avec une valeur centrale à 155,25 euros par action.

Le prix proposé pour l'indemnisation offre respectivement une décote de 1% et une prime de 3,2% par rapport aux valeurs haute et basse résultant de l'analyse des flux futurs actualisés (DCF).

4.3. Méthodes d'évaluation retenues à titre de recoupement

4.3.1. Méthode de la référence au cours de bourse de la société

Le capital de la société Distriborg Groupe est constitué de 1 609 609 actions depuis le 16 juin 2005. Les actions de la société sont admises aux négociations au Compartiment B de l'Eurolist d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000061178.

Distriborg Groupe ne fait l'objet d'aucun suivi régulier par des analystes financiers.

Nous avons porté notre analyse sur le cours de l'action Distriborg Groupe à la date du 1^{er} septembre 2008, date d'acquisition du bloc auprès des Laboratoires Lehning annoncé par un communiqué en date du 2 septembre, et qui poursuivait ainsi : *"dès lors, Wessanen France Holding SAS a l'intention de lancer, dans les meilleurs délais, une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur les 0,4% des actions Distriborg qu'elle ne détient pas encore."*

Depuis le 1^{er} septembre 2008 et jusqu'au 17 octobre 2008, date de suspension du cours Distriborg Groupe, le cours oscille entre 100,03 euros et 143,00 euros⁶.

Les volumes d'actions échangées sont très limités. A titre d'illustration, le volume d'actions échangées calculé sur le mois précédant le 1^{er} septembre 2008 s'élève à 174 actions. Sur les trois mois précédant le 1^{er} septembre 2008, le volume de transactions s'établit à 256 actions.

Le flottant restreint et les faibles volumes d'échange constatés sur le titre limitent la pertinence de ce critère pour apprécier la valeur intrinsèque de la société Distriborg Groupe. Le cours de bourse constitue néanmoins un indicateur de valeur pour les actionnaires minoritaires.

Les primes ressortant du prix proposé pour l'indemnisation dans le cadre du retrait obligatoire (soit 157 euros) sur les cours moyens 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an au 1^{er} septembre 2008 sont les suivantes :

	Cours moyen en €	Prime en %
Cours moyen 1 mois au 1 ^{er} septembre 2008	130,7	20,2%
Cours moyen 3 mois au 1 ^{er} septembre 2008	141,7	10,8%
Cours moyen 6 mois au 1 ^{er} septembre 2008	151,4	3,7%
Cours moyen 1 an au 1 ^{er} septembre 2008	199,1	-21,2%

4.3.2. Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

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

Le groupe Distriborg est un groupe opérant essentiellement en France dans la conception et la distribution de spécialités alimentaires biologiques et diététiques dans le domaine de la nutrition et du bien-être. Le groupe diffuse ses références à travers deux réseaux : la grande distribution et les magasins spécialisés.

Les sociétés françaises de conception et de distribution de produits alimentaires, biologiques et diététiques qui seraient réellement comparables en termes d'activité ne sont pas cotées. Il n'existe pas de sociétés cotées totalement comparables au Groupe Distriborg, les sociétés cotées du secteur agro-alimentaire ayant le plus souvent une activité de production, de commercialisation et de distribution. La méthode des multiples de sociétés cotées comparables n'est ainsi utilisée qu'à titre de recoupement.

Nous avons construit un échantillon sur la base de trois sociétés évoluant dans un environnement français et présentes sur le secteur agro-alimentaire avec des produits similaires à ceux de Distriborg.

Mise en œuvre de la méthode

L'analyse des caractéristiques des différentes sociétés cotées du secteur a conduit à la construction de l'échantillon de comparables suivant :

⁶ Correction de l'erreur matérielle, le cours de 245,96 était au 8 avril 2008.

- BONDUELLE : société française spécialisée dans la production et la commercialisation de légumes transformés (en conserves, surgelés et frais);
- TIPIAK : groupe agroalimentaire organisé autour de quatre familles de produits : produits de traiteur et de pâtisserie, plats cuisinés surgelés, produits d'épicerie et produits de panification sèche;
- BROSSARD : société spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de pâtisseries industrielles et de produits surgelés.

Ces sociétés nous semblent les plus comparables en termes d'activité bien qu'elles aient également une activité de production. En outre, Tipiak et Brossard, à l'instar de Distriborg Groupe, réalisent quasiment la totalité de leur chiffre d'affaires en France.

Les niveaux de capitalisation boursière, de chiffre d'affaires et de marge d'EBIT de ces sociétés sont présentés dans le tableau suivant :

Société	Devise	Capi. bours. moy 3 mois	Dette nette	VE	CA 2007	EBIT/CA 2007	EBIT/CA 2008e	EBIT/CA 2009e
BONDUELLE	M€	494	434,5	948	1 490,1	6,6%	6,4%	6,5%
TIPIAK	M€	53	37,4	90	154,8	7,0%	6,5%	6,7%
BROSSARD	M€	34	65,2	99	124,4	8,5%	5,0%	7,4%

La valeur d'entreprise (VE) est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible et des intérêts minoritaires. Pour la capitalisation boursière, nous avons privilégié la moyenne des cours sur 3 mois pondérée par les volumes au 5 décembre 2008, afin d'atténuer les effets des conditions actuelles des marchés financiers. Nous avons déterminé les multiples 2008 et 2009 prévisionnels sur la base du consensus IBES.

Dans le cadre de la présente évaluation, nous avons retenu le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée au chiffre d'affaires et le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA et à l'EBIT, multiples usuels dans le secteur agroalimentaire.

Le multiple de résultat net (PER) a été écarté car il introduit un biais lié à la structure financière.

Le tableau ci-après synthétise les multiples issus de notre échantillon :

Multiples	Chiffre d'affaires			EBITDA			EBIT		
	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e
BONDUELLE	0,6 x	0,6 x	0,6 x	5,7 x	5,7 x	5,5 x	9,6 x	9,6 x	9,1 x
TIPIAK	0,6 x	0,5 x	0,5 x	6,0 x	4,6 x	4,3 x	8,3 x	8,4 x	7,6 x
BROSSARD	0,8 x	0,7 x	0,7 x	7,0 x	9,0 x	8,1 x	9,4 x	14,9 x	10,0 x
Moyenne globale	0,7 x	0,6 x	0,6 x	6,3 x	6,5 x	6,0 x	9,1 x	11,0 x	8,9 x
Médiane globale	0,6 x	0,6 x	0,6 x	6,0 x	5,7 x	5,5 x	9,4 x	9,6 x	9,1 x

A titre d'information, les multiples obtenus sur la base des agrégats financiers de Wessanen sont les suivants :

	Chiffre d'affaires			EBITDA			EBIT		
	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e
WESSANEN KON.CERTS.	0,4 x	0,3 x	0,3 x	6,8 x	6,9 x	6,3 x	8,8 x	8,8 x	7,9 x

Valeurs obtenues par application des multiples de comparables boursiers

Notre analyse de la méthode des multiples issus de notre échantillon français conduit aux commentaires suivants :

- sur la base du multiple de chiffre d'affaires, la valeur par action ressort entre 145,4 euros et 146,3 euros;
- sur la base du multiple d'EBITDA, la valeur par action ressort entre 138,4 euros et 145,9 euros;
- sur la base du multiple d'EBIT, la valeur par action ressort entre 184,5 euros et 199,3 euros.

Les multiples boursiers de Wessanen conduisent aux commentaires suivants :

- sur la base du multiple de chiffre d'affaires, la valeur par action ressort entre 104,9 euros et 107 euros;
- sur la base du multiple d'EBITDA, la valeur par action ressort entre 149,7 euros et 160,6 euros;
- sur la base du multiple d'EBIT, la valeur par action ressort entre 168 euros et 190 euros.

4.3.3. Méthode des multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat de sociétés cotées ou non, récemment intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète, les transactions ayant pu donner lieu à des engagements spécifiques (garanties de passif, clauses d'ajustement de prix et autres) qui restent souvent confidentiels et ne permettent pas d'avoir une approche précise de la valorisation.

En outre, les multiples induits par les opérations peuvent comprendre des primes de contrôle parfois significatives qu'il est difficile de retraiter de manière fiable.

En ce qui concerne les agrégats étudiés, nous retenons le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée au chiffre d'affaires et le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA et à l'EBIT. Nous appliquons les multiples issus de l'échantillon de transactions aux agrégats de Distriborg.

Nous avons retenu pour cette méthode une seule transaction qui porte sur une société cible ayant une activité comparable à Distriborg et réalisant la majorité de son chiffre d'affaires en France.

La transaction retenue est celle qui porte sur Nutrition & Santé, un leader européen de l'alimentation diététique et biologique distribuant ses produits en grandes surfaces (Gerblé, Cérééal, Gerlinéa), en pharmacie (Milical) et en magasins spécialisés (Soy, Isostar).

L'acquisition de Nutrition & Santé auprès du groupe Novartis s'est réalisée en février 2006 pour le montant de 220 M€ avec une prime de contrôle que nous estimons à 20%.

Les multiples relatifs à la transaction retenue ont été déterminés à partir des valeurs induites par le prix d'acquisition et les agrégats financiers de cette société à la date d'annonce de l'opération.

Le tableau ci-dessous présente le chiffre d'affaires (CA) et l'EBIT du Groupe Nutrition & Santé, tels que communiqués par le cédant Novartis (période de 12 mois se terminant en septembre 2005), et l'EBITDA estimé à partir de l'EBIT précité majoré des dotations aux amortissements des entités françaises du groupe sur l'année comptable 2005 :

Agrégats (M€)	CA	EBITDAe	EBIT
Nutrition & Santé	245	24,5	21

Nous obtenons les multiples suivants :

Cible /	Acquéreur	Date du closing	Nation cible	% acquis	VE pr 100% (M€)	VE hors prime de contrôle	CA	Multiples EBITDA	EBIT
Nutrition & Santé	ABN AMRO Capital / L Capital	22/02/06	France	100%	220	176	0,7 x	7,2 x	8,4 x

Bien que la transaction considérée se situe dans une période (février 2006) plutôt porteuse en terme de valorisation des entreprises (CAC 40 à 5 000 points), nous n'avons pas appliqué de décote particulière sur les multiples induits par le prix de la transaction.

Ainsi, appliqués aux agrégats Chiffre d'affaires, EBITDA et EBIT de l'exercice 2008 de Distriborg, les multiples font ressortir une valeur par action respectivement de 160,8 euros, 165,4 euros et 178,5 euros.

5. ANALYSE DU TRAVAIL D'ÉVALUATION RÉALISÉ PAR LA BANQUE-CONSEIL DE L'INITIATEUR

Les éléments d'appréciation du prix proposé pour l'indemnisation des actionnaires de Distriborg Groupe pour le retrait obligatoire figurent au point 2 du projet de note d'information. Notre analyse porte sur les éléments d'appréciation de l'offre préparés par la banque présentatrice dans sa version communiquée le 22 décembre 2008.

La banque présentatrice retient l'approche suivante pour valoriser les actions de la société Distriborg Groupe :

Méthodes d'évaluation écartées

- actif net comptable;
- actif net réévalué;
- actualisation des flux de dividendes.

Méthodes d'évaluation retenues

- cours de bourse récents pondérés;
- transactions récentes intervenues sur le capital;
- multiples de sociétés cotées comparables;
- multiples de transactions comparables;
- actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles.

Nombre d'actions dilué et dette nette ajustée

La banque présentatrice retient un nombre total de 1 609 609 actions composant le capital de Distriborg Groupe au 30 juin 2008 (rapport semestriel 2008). Nous retenons également ce nombre d'actions.

La banque présentatrice retient un ajustement global de Valeur d'entreprise à Valeur des fonds propres de 92,5 millions d'euros correspondant à la somme de la trésorerie nette au 30 juin 2008 (4,8 millions d'euros) et du prêt accordé à Wessanen France Holding (87,7 M€ au 30 juin 2008). Nous avons un ajustement identique.

5.1. Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le rejet des méthodes de l'actif net comptable, de l'actif net réévalué et du rendement, ayant nous-mêmes écarté ces méthodes.

5.2. Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice

5.2.1. Méthode des cours de bourse récents pondérés

Travaux de la banque présentatrice

La banque présentatrice a apprécié le prix de l'Offre au regard des performances boursières du titre de la société Distriborg Groupe, en s'appuyant sur des données spot au 16 octobre 2008, ainsi que des moyennes pondérées par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an à cette même date. Le 16 octobre correspond à la date de suspension du cours de bourse.

Sur la base de cette méthode, le prix de l'Offre fait apparaître une prime de 57% par rapport au cours de bourse du 16 octobre 2008 (100,03 euros).

La banque présentatrice précise que la pertinence de cette méthode de valorisation est limitée en raison de la très faible liquidité du titre, du flottant réduit de la société et de l'absence de suivi de la société par les analystes financiers.

Divergence d'appréciation

Nous n'avons pas de divergence relative à la prise en compte de cette méthode à titre indicatif. Cependant, nous avons retenu le cours de bourse au 1^{er} septembre 2008, veille de la date à laquelle Wessanen France Holding a communiqué sur son acquisition d'un bloc de titres Distriborg Groupe auprès des Laboratoires Lehning et sur son intention de lancer dans les meilleurs délais un retrait obligatoire sur le capital restant.

5.2.2. Méthode de référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société

Travaux de la banque présentatrice

La banque présentatrice a retenu la référence au prix d'acquisition d'environ 9,92% du capital de la société Distriborg Groupe par la société Wessanen France Holding, en date du 2 septembre 2008, auprès des Laboratoires Lehning au prix de 140 euros.

Divergences d'appréciation

Concernant la référence à cette transaction, nous n'avons aucune divergence d'appréciation, ayant nous-mêmes considéré cette référence comme essentielle.

5.2.3. Méthode des multiples de sociétés cotées comparables

Travaux de la banque présentatrice

La banque présentatrice a retenu un échantillon élargi de onze sociétés européennes opérant dans des segments de l'industrie agroalimentaire. Aucune société de l'échantillon n'est spécifiquement concentrée sur les produits biologiques et diététiques.

Elle a privilégié les multiples de chiffre d'affaires et d'excédent brut d'exploitation sur les années 2008e et 2009e.

La moyenne des multiples obtenus par l'échantillon de la banque présentatrice est proche des multiples que nous ressortons de notre échantillon.

La banque a calculé la capitalisation boursière des sociétés comparables au 5 décembre 2008 et sur la base d'un nombre d'actions en circulation. Elle conclut à un intervalle de valeurs comprise entre 136,71 euros et 148,23 euros par action.

Divergences d'appréciation

Choix des sociétés comparables

Le choix des sociétés Tipiak et Bonduelle n'appelle pas de commentaire de notre part, ces dernières étant également intégrées à notre échantillon.

Nous n'avons pas retenu les autres sociétés sélectionnées par la banque qui ne nous semblent pas suffisamment comparables à Distriborg Groupe pour deux raisons : elles ne sont pas suffisamment présentes sur le marché français et elles ont des profils de rentabilité et de croissance différents.

Calcul de la capitalisation boursière

Pour déterminer la capitalisation boursière des sociétés comparables, la banque présentatrice a retenu des cours spot au 5 décembre 2008. Nous avons privilégié des moyennes sur 3 mois au 5 décembre 2008 (et non un cours spot 5 décembre 2008 afin d'atténuer les effets des conditions actuelles des marchés financiers).

Choix des multiples

Nous n'avons pas de commentaire sur le choix des multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDA, ayant nous-mêmes privilégié ces agrégats. Nous avons également, pour notre part, retenu le multiple d'EBIT.

Pour Bonduelle, nous avons pris pour référence prévisionnelle le consensus Ibes. Pour Tipiak et Brossard, deux sociétés peu suivies par les analystes, nous avons pris nos prévisions sur Thomson One Banker.

La banque présentatrice se réfère aux données prévisionnelles sur Ibes, Thomson One Banker pour les sociétés peu suivies, et Bloomberg.

5.2.4. Méthode des multiples de transactions comparables

Travaux de la banque présentatrice

La banque présentatrice a retenu un échantillon élargi de 21 transactions ayant pour cible des sociétés européennes pas nécessairement comparables en termes d'activité.

Pour les multiples, ING a retenu les multiples de chiffre d'affaires, d'excédent brut d'exploitation et de résultat net, un multiple non retenu lors de la méthode des comparables boursiers étant donné qu'il est impacté par la structure de financement et le régime fiscal de chaque société.

Divergences d'appréciation

Nous n'avons retenu qu'une seule transaction qui nous paraît la plus comparable, puisqu'elle porte sur une cible intervenant dans le même secteur d'activité et réalisant la majorité de son chiffre d'affaires en France.

Pour les multiples, nous avons retenu les multiples de chiffre d'affaires, d'EBITDA et d'EBIT.

5.2.5. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles

Travaux de la banque présentatrice

La banque présentatrice a mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie de Distriborg Groupe sur la base du plan stratégique 2008-2014 communiqué par le management, dont le prolongement sur une période de quatre ans (de 2015 à 2018) a été validé par le management de Distriborg Groupe.

Ce plan couvre ainsi la période 2008-2018 et s'appuie sur :

- une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires de l'ordre de 2,2% ;
- une marge moyenne d'EBIT évoluant de 10,2% en 2008 à 6,45% en 2018.

Fourchette de valeurs

La banque présentatrice conclut à une valeur moyenne de 149,96 euros et réalise une sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini. Sur la base de l'analyse de sensibilité, la valeur de l'action est comprise entre 141,60 euros et 158,32 euros.

Divergences d'appréciation

Nous avons retenu, comme la banque évaluatrice, le plan d'affaires du management.

La banque évaluatrice actualise les flux sur une période de 10 ans (de 2009 à 2018). Nous avons retenu la période du plan du management, soit une période de 7 ans (de 2008 à 2014).

Nous avons retenu la rentabilité normative du management en 2014 (6,9%) et la banque présentatrice a retenu, comme rentabilité en année terminale, celle de son dernier flux (6,45% en 2018).

Hypothèses financières

La banque a retenu le bêta désendetté de Royal Wessanen NV qui ressort ainsi à 0,661. Nous avons également retenu le bêta de Royal Wessanen NV qui ressort, au 5 décembre 2008, à 0,709 (soit un bêta endetté de 0,886).

La banque a retenu un coût de la dette de 4,57% contre 3,61% dans nos calculs correspondant au coût de la dette avant impôts de 5,5% qui nous a été communiqué par le management.

La prime de risque de la banque présentatrice ressort à 8,06% (source bloomberg). Nous avons retenu une prime de risque de 7,62% sur la base des paramètres de marché moyens des 6 derniers mois à fin novembre 2008 du modèle Associés en Finance.

Ces différents éléments expliquent l'écart de taux d'actualisation (9,02% pour la banque présentatrice contre 8,60% selon nos calculs).

Concernant la croissance infinie, nous avons retenu une hypothèse de 1,25% en valeur centrale (à compter de fin 2014), contre 1% selon les calculs de la banque présentatrice (à compter de fin 2018).

Période d'actualisation

Nous avons actualisé les flux à partir du 30 septembre 2008 et à mi-année alors que la banque présentatrice a retenu une actualisation à compter du 1^{er} janvier 2009.

6. SYNTHÈSE DE NOS TRAVAUX D'ÉVALUATION DE DISTRIBORG GROUPE

A l'issue de nos travaux, l'indemnisation des actionnaires minoritaires de Distriborg Groupe fixée par Wessanen France Holding dans le cadre de la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire, soit 157 euros par action Distriborg Groupe, fait ressortir les primes ou décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

(en euros par action)	ING		RLA		Prix offert	
	Bas	Haut	Bas	Haut	Prime/(Décote)	
<u>Méthodes retenues à titre principal</u>						
Transaction de référence						
	140,00		140,00		12,1%	
DCF plan d'affaires	141,60	158,32	152,18	158,53	3,2%	-1,0%
<u>Méthodes retenues à titre de recoupement</u>						
Cours de bourse pondérés	100,03	187,19	130,00	199,13	20,8%	-21,2%
Comparables boursiers - échantillon européen	136,71	148,23				
Comparables boursiers - échantillon français			138,44	199,28	13,4%	-21,2%
Comparables boursiers - Wessanen			104,92	189,95	49,6%	-17,3%
OF Transactions comparables	Note 104,46	170,97	160,78	178,45	-2,3%	-12,0%

7. CONCLUSION SUR LE CARACTÈRE ÉQUITABLE DE L'INDEMNISATION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES DE DISTRIBORG GROUPE

Nous avons été chargé en qualité d'expert indépendant, désigné par le conseil d'administration de Distriborg Groupe, d'apprécier le caractère équitable de l'indemnisation des actionnaires minoritaires de Distriborg Groupe fixée par Wessanen France Holding, dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article 237-14 du règlement général de l'AMF.

La mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire fait suite à l'acquisition auprès des Laboratoires Lehning d'un bloc d'actions portant sur 9,92% des actions Distriborg Groupe au 1^{er} septembre 2008. Elle s'inscrit dans le cadre de l'article L 433-4 du Code monétaire et financier.

L'indemnisation des actionnaires minoritaires de Distriborg Groupe s'établit à 157 euros par action Distriborg Groupe.

A l'issue de nos travaux et s'agissant des méthodes retenues à titre principal, nous observons que :

- le prix proposé pour l'indemnisation dans le cadre du retrait obligatoire fait ressortir une prime de 12,1% par rapport à la transaction de référence qui a été conclue entre tiers indépendants et constitue un élément essentiel de l'appréciation du prix d'offre;
- le prix proposé pour l'indemnisation est acceptable au regard des valeurs intrinsèques issues de l'actualisation des flux futurs (DCF) du plan d'affaires établi et révisé par le management pour les besoins de l'opération et faisant ressortir une rentabilité normative plus faible que celle constatée actuellement.

A titre informatif, le prix proposé pour l'indemnisation fait ressortir une prime de 20,8% par rapport au cours spot du 1^{er} septembre 2008 et des primes comprises entre 3,7% et 20,2% par rapport aux cours de bourse moyens pondérés une période de 1 mois à 6 mois.

Enfin, le prix proposé pour l'indemnisation se situe plutôt dans le bas de l'intervalle des valeurs boursières théoriques déterminées à partir des cours de bourse moyens 3 mois des sociétés jugées comparables et de la fourchette des valeurs issues de la transaction opérée en février 2006 sur le capital de la société Nutrition & Santé. Ce constat met en évidence que Distriborg Groupe bénéficie d'un taux de marge de l'EBIT sur chiffre d'affaires actuellement plus performant que celui observé sur les sociétés comparables.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix proposé pour l'indemnisation de 157 euros par action que Wessanen France Holding envisage de proposer dans le cadre du présent retrait obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la société Distriborg Groupe.

Fait à Paris,
le 2 janvier 2009

Ricol, Lasteyrie & Associés

Gilles de Courcel

ANNEXES

Annexe 1 : Présentation de Ricol, Lasteyrie & Associés

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

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

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

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

Annexe 2 : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par Ricol, Lasteyrie & Associés au cours des deux dernières années

Depuis la publication du nouveau Règlement général de l'AMF, Ricol, Lasteyrie & Associés est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé :

Date	Cible	Initiatrice	Banque présentatrice	Type d'offre
octobre-08	GL TRADE	SunGard	Oddo Corporate Finance	OPAS
août-08	Ilog	CITLOI (filiale détenue indirectement à 100% par IBM)	UBS / Natixis	OPA
avril-08	Geodis	SNCF Participations	UBS / Deutsche Bank	OPA
avril-08	Neuf Cegetel	SFR	JP Morgan / Calyon / Société Générale / Natixis / Crédit Mutuel-CIC	OPAS
février-08	Genesys	West International Holding Ltd	Lehman Brothers	OPA
février-08	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufilize OBC (groupe ABN)	OPRA
janvier-08	Net2S	BT Group Plc	Lazard Frères	OPAS
octobre-07	IB Group	Overlap Group	ODDO Corporate / Aforge Finance	Fusion absorption
septembre-07	Completel	Altice B2B	HSBC / Calyon	OPAS
juin-07	AGF	Allianz SE	Goldman Sachs / Rothschild / Calyon	OPR-RO
avril-07	Forinter	OFI PE Commandité	Cazanove	OPR
avril-07	Foncia	Banque Fédérale des Banques Populaires	ABN Amro / Natexis Bleichroeder	Garantie de Cours / RO
mars-07	AGF	Allianz SE Allianz Holding France SAS	Goldman Sachs / Rothschild / Calyon	OPAS
janvier-07	Sasa Industrie	Sasa Holding & Management	CM-CIC Securities	OPAS
décembre-06	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Oddo Corporate Finance	OPRA
décembre-06	Foncière Massena	Massena Property	CM-CIC Securities	OPAS

Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers

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

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

Annexe 4 : Montant de la rémunération perçue

Pour cette mission, notre rémunération s'est élevée à 35 000 euros, hors taxes et hors frais.

Annexe 5 : Description des diligences effectuées

Programme de travail détaillé

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Travaux préparatoires
Prise de connaissance et acceptation de la mission
Note d'orientation
Evaluation des actions Distriborg Groupe
Examen de l'offre <ul style="list-style-type: none">- Rencontre avec les conseils de l'acquéreur- Rencontre avec la société cible- Examen de la documentation juridique<ul style="list-style-type: none">- Revue du protocole d'acquisition conclu avec les Laboratoires Lehning (1^{er} septembre 2008)- Revue de la note d'information conjointe
Cours de bourse <ul style="list-style-type: none">- Analyse de la liquidité- Analyse de l'évolution du cours de bourse
Construction d'agrégats prévisionnels <ul style="list-style-type: none">- Examen de la documentation financière au titre des exercices 2007 et juin 2008- Entretien avec le management de Distriborg Groupe pour comprendre les grandes tendances
Comparables boursiers
Transactions comparables
Analyse des travaux de la banque présentatrice
Travaux de synthèse
Note de synthèse
Rédaction du rapport
Revue de cohérence entre le rapport Ricol, Lasteyrie et Associés et les informations publiques (projet de note d'information conjointe)
Lettres d'affirmation
Revue indépendante
Présentation des conclusions

Annexe 6 : Calendrier de l'étude

- conseil d'administration de Distriborg Groupe ayant désigné Ricol, Lasteyrie & Associés en qualité d'expert indépendant : **9 octobre 2008**;
- lettre de mission en date du **10 octobre 2008**;
- réunion de "*Management presentation*" avec Elisabeth Caseau, Hortense Castro de Distriborg, Pierre Walkiers, Alex Murrill, David DiMatteo, Quentin Linard d'ING, Carine Tassius-Espiand et Bruno Thomas de Landwell & Associés le **10 octobre 2008**;
- réunion avec Elisabeth Caseau, Hortense Castro, Quentin Linard et Alex Murrill le **21 octobre 2008**;
- conférence téléphonique avec Elisabeth Caseau, Hortense Castro de Distriborg, Pierre Walkiers, Quentin Linard, David DiMatteo, Alex Murrill d'ING le **mercredi 29 octobre 2008**;
- réunion avec Christophe Barnouin de Distriborg le mercredi **5 novembre 2008**;
- réunion avec Elisabeth Caseau de Distriborg, Bruno Thomas de Landwell, Pierre Walkiers, Quentin Linard, David DiMatteo, Alex Murrill d'ING le mardi **18 novembre 2008**;
- conférence téléphonique avec Elisabeth Caseau, Christophe Barnouin de Distriborg, Bruno Thomas de Landwell, Quentin Linard, David DiMatteo, Alex Murrill d'ING le **mardi 25 novembre 2008**;
- éléments d'appréciation de l'offre en date du **12 décembre 2008**;

- conférences téléphoniques le **19 décembre 2008** avec Elisabeth Caseau, Christophe Barnouin de Distriborg, Carine Tassius-Espiand, Bruno Thomas de Landwell, David DiMatteo, Alex Murrill d'ING sur le plan révisé d'affaires 2008-2014 établi par le management de Distriborg;
- conférence téléphonique avec Elisabeth Caseau de Distriborg, David DiMatteo et Alex Murrill d'ING le **mardi 22 décembre 2008**;
- remise définitive de notre rapport le **2 janvier 2008**.

Annexe 7 : Liste des personnes rencontrées

Distriborg Groupe

- Monsieur Christophe Barnouin, Président Directeur Général;
- Madame Elisabeth Caseau, Directeur Administratif et Financier;
- Madame Hortense Castro, Responsable Juridique.

Banque présentatrice, ING Belgium

- Pierre Walkiers, Managing Director Corporate Finance;
- David DiMatteo, Director Corporate Finance;
- Alex Murrill, Associate Corporate Finance;
- Quentin Linard, Legal Advisor ING Legal Financial Markets.

Avocat conseil de la cible, Landwell & Associés

- Bruno Thomas, Avocat associé
- Carine Tassius-Espiand, Avocat

Annexe 8 : Source des informations utilisées

- Informations significatives communiquées par la société Distriborg Groupe :
 - plan stratégique 2009-2011 établi en juin 2008;
 - budget 2008 révisé en juin 2008;
 - budgets 2008 et 2009 révisés en octobre 2008;
 - plan d'affaires 2008-2014 communiqué le 18 novembre 2008, plan révisé communiqué le 19 décembre 2008.
- Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :
 - rapport de valorisation d'octobre 2008;
 - projet de note d'information relative à l'opération de retrait obligatoire visant les actions Distriborg Groupe;
 - éléments d'appréciation de l'offre en date du 22 décembre 2008.
- Informations de marché :
 - notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker;
 - consensus de marché : IBES;
 - données de marché (bêta, taux sans risque, prime de risque...): Datastream, Associés en Finance et Bloomberg;
 - rapports financiers au 31 décembre 2007 et au 30 juin 2008 des sociétés comparables.

Annexe 9 : Personnel associé à la réalisation de la mission

Associé signataire : Gilles de Courcel, assisté de :

- une associée diplômée d'expertise-comptable présente chez Ricol, Lasteyrie et Associés depuis 12 ans et ayant participé à ce jour à plusieurs missions d'attestation d'équité dans le cadre d'offres publiques;
- deux collaborateurs disposant d'une expérience professionnelle comprise entre 3 et 11 années.

La revue indépendante a été effectuée par Jean-François Sablier, associé. Le dossier a été soumis au Comité d'attestation de Ricol Lasteyrie.

5. COMPLEMENT AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

DANS LE CADRE DU RETRAIT OBLIGATOIRE DES ACTIONS DE LA SOCIETE DISTRIBORG GROUPE INITIE PAR LA SOCIÉTÉ WESSANEN FRANCE HOLDING SAS

COMPLÉMENT AU RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

ÉTABLI EN DATE DU 19 JANVIER 2009

Nous comprenons que, à raison du développement de la crise économique et de la dégradation de ses activités qui s'en est suivie au cours des mois d'octobre et novembre 2008, tant sur le réseau GMS que celui des magasins spécialisés, Distriborg a été conduit à mettre en place des actions promotionnelles sur la deuxième quinzaine du mois de décembre 2008.

Nous comprenons également que ces actions promotionnelles ont conduit à une amélioration du chiffre d'affaires de décembre 2008 et qu'ainsi, le taux de croissance estimée pour l'année 2008 ne serait plus de 2,4 % (2,9 % base reporting/budget) mais de 4 %.

Enfin, nous comprenons qu'à ce jour, l'impact sur l'Ebit et sur le résultat net du supplément de chiffre d'affaires 2008 issu des actions promotionnelles de décembre 2008 se révèle difficile à chiffrer, mais pourrait se situer dans une fourchette comprise entre 0 et 313 K€ (chiffre d'affaires de 3 300 K€ avec une rentabilité par réseau telle qu'anticipée dans le plan révisé établi par le management de Distriborg le 19 décembre 2008).

Dès lors, nous avons estimé la sensibilité de cette hypothèse de hausse de l'Ebit 2008 sur la valeur de l'action Distriborg déterminée selon la méthode du DCF (actualisation des flux futurs), laquelle ressort entre 0 € et 0,13 € par action (Ebit de 313 K€, impôt de 34,43 %, nombre d'actions Distriborg de 1 609 609).

Compte tenu de ce qui précède, nous sommes d'avis que l'hypothèse de hausse de l'Ebit 2008 ne remet pas en cause notre conclusion émise dans notre rapport d'expert indépendant du 2 janvier 2009 selon laquelle, le prix proposé pour l'indemnisation de 157 euros par action que Wessanen France Holding envisage de proposer dans le cadre du présent retrait obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la société Distriborg Groupe.

Fait à Paris,
le 19 janvier 2009

Ricol, Lasteyrie & Associés

Gilles de Courcel

6 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA PRESENTE NOTE D'INFORMATION

6.1 Pour Wessanen France Holding

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

Wessanen France Holding
Représentée par Monsieur Ad Veenhof

6.2 Pour Distriborg Groupe

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

Distriborg Groupe
Représentée par Monsieur Christophe Barnouin

6.3 Etablissement Présentateur

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

ING

Représentée par Messieurs Eric Orlans, General Manager, et Michel Verstraeten, Directeur des Risques,