

**à :** Maryse et Jean Estienne  
**cc :** Nigel Henton  
**le :** 8 janvier 2011  
**de :** Gérard Pilley et Jean Saint-Cricq

**Objet :** Point d'étape.

Chère Maryse, cher Jean,

Nous sommes à un temps fort de la mission que vous nous avez confiée. Nous avons en effet suscité et obtenu 2 Lettres d'Intention, qui, si nous les utilisons habilement, peuvent nous mener à un résultat acceptable pour vous et votre famille.

Nous disons bien un « temps fort » et non pas une croisée des chemins. En effet, la stratégie qui consiste à « entrer dans une négociation », et celle « attendre qu'une meilleure offre apparaisse » ne sont pas incompatibles, et sous quelques réserves, nous pouvons les suivre toutes deux. In fine, dans toute négociation vous aurez toujours la dernière main et, si nous sommes prudents, vous pourrez toujours, jusqu'au dernier moment, refuser la transaction.

Cependant, compte tenu de la spécificité de l'opération, nous souhaitons par la présente prendre un peu de recul et vous exprimer notre opinion et recommandation.

Dans ce qui suit, nous faisons tout d'abord un point d'étape pour que vous soyez bien au courant de la manière dont nous avons travaillé à cette opération et surtout de la réaction du marché à l'offre que nous lui faisons, telle que nous pouvons l'analyser aujourd'hui.

Ensuite, nous résumons les 2 offres reçues et les comparons à ce que vous attendez, décrivant de la sorte le chemin que nous avons à parcourir et à faire parcourir à nos interlocuteurs pour parvenir à satisfaction.

Enfin, nous nous permettons de formuler une recommandation.

Mais auparavant, un préambule.

### 1 – PREAMBULE :

« Les conseillers ne sont pas les payeurs ». Nous souhaitons que vous n'appliquiez pas ce dicton aux relations qui nous lient, vous-mêmes et nous-mêmes, et notamment que vous pensiez que nous pourrions vous pousser à faire cette opération « à tout prix », pourvu que cela soit rapide.

Voici pourquoi :

- (i) notre intérêt pécuniaire à parvenir à une conclusion de l'opération est solidaire du vôtre. Nos gains sont liés à aux vôtres et soumis même à un facteur d'accélération : plus le montant de la vente est élevé, plus nos gains sont relativement élevés.
- (ii) Si nous conseillons d'entamer des négociations, c'est qu'en notre âme et conscience il y va de notre intérêt commun, et que « un bien vaut mieux que deux tu l'auras » comme nous l'avons vécu, Gérard et moi-même dans le passé.

## 2 – POINT D'ETAPE :

### a, contacts pris :

Nous avons pris plus de 30 contacts « officiels » par envoi du teaser, de la blind note et du process (les contacts informels ne sont pas pris en compte dans ce tableau. A noter que nous avons scrupuleusement respecté la « consigne » de secret et pour ce faire avons rendu le parcours de découverte de Santé Verte suffisamment opaque pour que la sélection se fasse naturellement sur les candidats très motivés, et que soient découragés tous ceux qui se présentent « pour voir ».

D'ailleurs, à notre connaissance et à ce jour, nous n'avons à déplorer aucune fuite.

### Types de contacts :

- 5 fonds d'investissement (Pleiade, Peuchel, Milestone, Cobalt, Initiative et finances),
- 4 laboratoires étrangers d'envergure, leaders dans leurs domaines (NBTY, TPG, Goldshield, Atrium),
- 26 industriels français du Complément Alimentaire au sens large (incluant OTC et cosmétiques)

### Résumé quantitatif :

Sur ces 30 contacts initiaux, nous avons à ce jour :

- 2 lettres d'intention,
- 7 contacts « en cours » (attente réponse, relance à faire),
- 2 accords de confidentialité en cours,
- 1 marque forte d'intérêt mais report des discussions à 6 mois en raison d'une indisponibilité actuelle de la Direction (NBTY),
- 2 non encore démarchés (Atrium et Lea Vital),
- 16 démarches d'analyse plus ou moins approfondie (Memorandum et data room) ayant abouti à un arrêt des discussions pour manque d'intérêt.

### Retours :

- 1, gros succès sur les fonds : 2 lettres d'intention sur 5 contacts !
- 2, relatif échec sur les industriels français,
- 3, le fait que le leader mondial (NBTY), non Européen, ait marqué un fort intérêt nous semble significatif des enseignements que nous tirons ci-dessous, alimentés par l'ensemble des discussions que nous avons menées sur le sujet :

## Enseignements :

- (i) Le marché européen et particulièrement français est traumatisé par l'arrêt brutal de la croissance depuis 2 ans (secteur pharmacie, le principal). Noter les données IMS ci-contre qui montrent que les leaders du marché éprouvent actuellement de terribles difficultés, confirmées oralement de toutes parts.

Noter la position des challengers, dont Santé Verte ! Manifestement une redistribution des cartes est en cours dans ce marché !

IMS - sept 2010 - 12 mois glissants	
Volume/sorties consommateurs	
Omega	-37%
Phythea	-30%
3 Chênes	-20%
Norevapharma	-20%
Fortepharma	-16%
Arkopharma	-10%
Oenobiel	-3%
Nutergia	30%
Pilege	30%
Santé Verte	87%
Aragan	113%

- (ii) Les acteurs principaux du marché français (dont ceux ci-dessus – secteur pharmacie) sont « paralysés » par ce qu'ils estiment être l'épée de Damoclès pendue sur leur tête : la réglementation.

Suberbielle : « Je n'investis plus dans ce marché, y compris en media, tant que je ne connais pas les règles concernant les allégations »

Martel : « Je n'ai jamais cru en ce marché en raison du flou de la frontière avec le médicament, aujourd'hui moins que jamais »

- (iii) Nahmani : « Je n'investis que sur des ingrédients sur lesquels je suis sûr que les allégations ne seront jamais remises en cause » (liste positive des allégations)  
Barillon : « Je suis dans l'œil du cyclone. Il faut attendre et voir venir »

- (iv) Au-delà de la réglementation, l'inquiétude des professionnels français (secteur pharmacie) se focalise sur la menace sur la marge brute et la rentabilité en raison de l'émergence de circuits concurrents (ventes directes téléphone, Internet, Réunions, vente par correspondance).

- (v) Les autres acteurs (fonds d'investissement, étrangers) semblent beaucoup moins frileux que les Français. Cela peut s'expliquer par :
- une vision plus philosophique de la réglementation (les américains par exemple sont déjà passés par cette crise du durcissement) et savent que la demande consommateur est le vrai moteur du marché,
  - une méconnaissance des tracasseries de cette réglementation au quotidien (fonds d'investissement)

- (vi) En synthèse, et comme la valeur de Santé Verte est dans son avenir et le maintien de la croissance qu'elle a aujourd'hui (plus de 20% par an), l'avenir est vu, selon les acteurs, au travers des 3 scénarios suivants :

**scénario I :** le marché devient un marché de « commodities » ou d'ingrédients (la réglementation parvient à étouffer ou encadrer les allégations dans un carcan qui fait que toutes les allégations utilisables le sont par tout le monde) dans lequel la marge est inéluctablement rognée par la concurrence et la prime va aux « gros » susceptibles de prendre des « parts de voix » conséquentes et d'orienter la réglementation en leur faveur. Dans ce cas, le cricuit du « food » a un grand avenir.

- **scénario 2** : l'innovation en matière d'allégations n'est pas étouffée, mais les études cliniques deviennent tellement lourdes que seuls quelques gros subsisteront et « rafleront la mise » (Oenobiol chez Sanofi par exemple, NBTY, Merck...)
- **scénario 3** : tout continue comme aujourd'hui...

De notre point de vue, le scénario 3 a une très faible probabilité d'arriver, et nous irons probablement vers un mélange des scénarios 1 et 2... Malheureusement la situation ne décantera pas avant 2 ou 3 ans. Tous ceux qui sont réservés le resteront jusqu'à clarification de la situation et un nouveau « tour de table » sérieux ne pourra être entamé avant 2 clôtures d'exercices.

### 3 – RESUME DES 2 OFFRES RECUES :

Comme indiqué ci-dessus, nous avons reçu à ce jour 2 lettres d'intention émanant de :

- Alain Boutboul financé par le fonds Milestone,
- Philippe Laratte financé par le fonds Cobalt

Les 2 offres sont sérieuses et dignes d'attention, comme le démontrent les tableaux ci-dessous.

En résumé, l'une (Laratte/Cobalt) est nettement meilleure que l'autre et devrait nous permettre d'approcher de l'objectif fixé. L'autre (Boutboul/Milestone) peut servir de « lièvre », tout au moins dans la toute première phase de la négociation que nous avons d'ores et déjà ouverte, puisque telle est notre recommandation, mais que nous pouvons fermer à tout moment.

Pour comprendre, apprécier et comparer ces 2 offres, nous devons au préalable imaginer le bilan de clôture du groupe au 31 décembre 2010.

### 31 – évaluation préalable du bilan de clôture du Groupe Santé Verte au 31/12/2010 :

Le bilan ci-dessous a été construit avec l'aide essentielle de Nigel Henton.

BILAN PRÉVISIONNEL CONSOLIDÉ GROUPE SANTE VERTE €			
ACTIF 31/12/2010		PASSIF 31/12/2010	
Immob	1 402 267	Fonds propres	2 756 414
Autres corpo	220 894	dont distrib.	2 745 063
Stocks	1 626 154	Provisions	1 031 724
clients	2 922 183	CCA	1
Autres actifs	623 198	Defi	1 028 806
cash	804 080	Esc+dec	1 472 453
		Fourn	789 663
		Socfisc	498 947
		Autres passifs	20 769
<b>Total</b>	<b>7 598 777</b>	<b>Total</b>	<b>7 598 777</b>

Sur ces bases (bilan au 31/12/2010), nous sommes en mesure de prévoir ou préparer les opérations de « pré-cession » qui nous intéressent et qui, sur la base des offres reçues, devraient nous permettre d'approcher de notre objectif.

Les 2 paragraphes suivants présentent les points majeurs de négociation sur lesquels nous pouvons « jouer » pour atteindre nos objectifs.

### 31 – L'offre Laratte/Cobalt :

**Préambule :** l'analyse de la lettre d'offre, les discussions qui ont suivi entre le 15 décembre et aujourd'hui nous permettent de penser que nous pouvons atteindre une valeur de biens (cash, revenus post transactionnels, valeur d'immobilier) d'environ de 18,5 millions d'Euros pour la famille Estienne.

**Attention :** le chiffre ci-dessus est une évaluation, reste à négocier !!!

**Méthodologie :** la suite de ce paragraphe montre comment et sous quelles hypothèses ou prévisions nous parvenons au chiffre ci-dessus.

**Nous commençons** par la construction du bilan de cession, à partir du bilan de fin 2010.

#### OFFRE LARATTE-COBALT/OBJECTIFS DE NEGOCIATION : JSC le 27/12/2010

transaction 31/04/2011								
Bilan grpe SV	Bilan 2010	Opérations pré-cession						Bilan cession
		1	2	3	4	5	6	
Immob	1402	-1402						0
Autres corpo	221							221
Stocks	1626				-50			1576
Clients	2922							2922
Autres	623				-200			423
Cash	804	1402	-1402	1000	350	-1029	0	1125
total	7599	0	-1402	1000	100	-1029	0	6268
Cap. Propres	2756	0	-1402	1000			-150	2204
dont distrib.	2745							
prov	1032							1032
Socfisc associés	0						150	150
Defi	1029					-1029		0
Escompte	1472							1472
Fournisseurs	790				100			890
Socfisc	499							499
Autres	21							21
total	7599	0	-1402	1000	100	-1029	0	6268
check	0	0	0	0	0	0	0	0

Ecritures opération de cession	
1	Vente immobilier à Est.
2	Dividendes
3	Résultat 1er Tr.2011
4	gains mrgnx sur BFR
5	Rbsmt dette immob.
6	Rému. 2010

### Commentaires du tableau ci-dessus :

Le détail des opérations de pré-cession que nous recommandons sont des points de négociation ou/et de préparation de l'entreprise. Chacune est décrite ci-dessous et à chacune correspond un chiffre (1, 2...)

- **Préambule** : la date de la transaction est une variable importante. En effet tous les résultats de l'entreprise appartiennent à ses propriétaires jusqu'à la date de la transaction ! Or sur 2011, avec une prévision de 3000 d'EBIT, c'est probablement 2200 de résultat net que l'on peut envisager, soit au moins 1500 pour le premier semestre et peut-être 1000 pour les 3 premiers mois (**point à vérifier avec Nigel**). Nous prenons l'hypothèse que la transaction se fera au 31 avril compte tenu de la demande de Cobalt de conclure le 28 février (ce qui semble un peu court...).
- **1, vente du bâtiment principal** à la famille Estienne pour une somme égale ou inférieure à celle inscrite au bilan de l'entreprise.
- **2, distribution de dividendes pour la valeur de la transaction immobilière.** A noter que les réserves distribuables sont nettement supérieures à cette somme et que l'on pourrait envisager de distribuer plus. Cependant cela reste à vérifier : en effet que Laratte achète pour 1000 de plus, ou que 1000 de dividendes soient distribués au préalable est neutre avant impôts de la famille. Mais la différence peut être énorme après impôts, selon que les uns et les autres sont imposés en Angleterre, ou en France, et selon que la somme distribuée est traitée comme un revenu en France ou en Angleterre, passible de l'IR ou bien comme un Capital Gain (Plus value) passible de la CGT en Angleterre ou de l'Impôt sur les plus values en France. **Ce point est essentiel pour l'optimisation fiscale de l'opération. Nous devons déterminer dès que possible où est l'intérêt de la famille Estienne.**
- **3, résultat du premier trimestre** voir préambule ci-dessus.
- **4, gains marginaux sur le BFR** : au cours du premier trimestre, il est possible de « faire un peu de trésorerie » sur le BFR... la partie adverse ne sera pas dupe (c'est un point à négocier), mais si nous pouvons « faire » 300 de trésorerie c'est autant de cash pour la famille.
- **5, nous prenons l'hypothèse** neutre pour la négociation – que la dette immobilière sera remboursée de manière à augmenter la capacité de financement de Cobalt pour le LBO. C'est là un point positif de négociation pour eux, neutre pour nous...
- **6, nous suggérons que soit provisionnés en Socfisc**, et hors dette payante telle que visée par la transaction, une rémunération complémentaire pour la famille au titre de 2010 (vérifier faisabilité avec Nigel).

### Remarque :

Trois des hypothèses présentées ci-dessus ont été discutées sur leur principe avec Philippe Laratte :

- traitement de l'immobilier qui n'est pas mentionné dans l'offre et qui pourrait « rester » dans les mains de la famille... pour revenus ou revente ultérieure à un financier spécialisé.

- Principe d'un « earn-out » ou complément de prix supplémentaire, basé sur le fait que l'exercice 2011 a été préparé par l'équipe de Direction actuelle, et que l'on peut considérer que l'exercice fiscal est aujourd'hui « fait » à 80% (argument de JSC !)
- Principe d'une période de transition au cours de laquelle l'équipe Maryse/Jean apportera ses services ... rémunérés bien sûr... aux nouveaux propriétaires.

**Conclusion : ce qui reviendrait à la famille si ces objectifs de négociation étaient atteints :**

Résumé de la transaction		
VE off	15000	offre LOI
négo	750	demande sup.
earn out	750	demande sup.
VE Fin	16500	total
DN	347	dette nette 2P
titres	16153	

L'offre telle que rédigée spécifie 15000 ou 15250K (à éclaircir). Nous prenons l'hypothèse de pouvoir faire améliorer l'offre d'un montant de 750K+750K, soit environ 10%, ce qui nous semble raisonnable compte tenu du jeu que joue chaque partie..

Cash AVI pour Estiennes	
Achat immob	-1402
Dividendes	1402
Vente	16153
contrats 2011	250
cpte courant 2010	150
<b>Total cash</b>	<b>16553</b>

La famille « achète » (jeu d'écritures) pour 1402 le bâtiment principal (valeur comptable – à noter que si elle achète pour un prix inférieur, cela est neutre pour elle mais avantageux fiscalement pour la Société. Vérifier aussi les droits d'enregistrement en UK).

Reçoit 1402K de dividendes, vend les titres pour 16153, est payée de ses prestations au cours de l'année 2011 et est remboursée de son compte courant au titre de 2010 (point délicat à négocier).

Estiennes "s'enrichiraient" de :	
16553	de cash
400	bâtiment 2 déjà en mains
1402	bâtiment 1 acheté
150	loyers année 2011
<b>18505</b>	<b>total avant impôts</b>

En synthèse, ce dernier tableau décompose la « richesse » reçue de l'opération par les Estienne.

*ceci est un objectif négociable*

### 32 – L'offre Boutboul/Milestone :

Sur le même mode de présentation que pour l'offre Laratte/Cobalt, nous abordons ci-dessous l'offre Boutboul/Milestone. Avec moins d'explications détaillées cependant, sachant qu'oralement, comme avec Philippe Laratte, certaines hypothèses ont été discutées d'ores et déjà – sur leurs principes, sans chiffres – avec Alain Boutboul. Noter l'hypothèse de la transaction au 31 juin.

## OFFRE BOUTBOUL-MILESTONE/OBJECTIFS DE NEGOCIATION :

JSC le 27/12/2010

transaction 31/06/2011	Bilan 2010	Opérations pré-cession						Bilan cession
Bilan grpe SV		1	2	3	4	5	6	
Immob	1402	-1402						0
Autres corpo	221							221
Stocks	1626				-50			1576
Clients	2922							2922
Autres	623				-200			423
Cash	804	1402	-1402	1500	350	-1029	0	1625
total	7599	0	-1402	1500	100	-1029	0	6768
Cap. Propres	2756	0	-1402	1500			-150	2704
dont distrib.	2745							
prov	1032							1032
Socfisc associés	0						150	150
Defi	1029					-1029		0
Escompte	1472							1472
Fournisseurs	790				100			890
Socfisc	499							499
Autres	21							21
total	7599	0	-1402	1500	100	-1029	0	6768
check	0	0	0	0	0	0	0	0

Ecritures opération de cession	
1	Vente immobilier à Est.
2	Dividendes
3	Résultat 1er Tr.2011
4	gains mrgnx sur BFR
5	Rbsmt dette immob.
6	Rému. 2010

**Conclusion : ce qui reviendrait à la famille si ces objectifs de négociation étaient atteints :**

L'offre Boutboul est de 10000+ Trésorerie nette. Nous prenons l'hypothèse que ns pourrions améliorer cette offre. Porte ouverte oralement.

Mêmes principes et opérations qu'avec Laratte/Cobalt. Earn out supérieur.

## Richesse reçue par la famille selon ces hypothèses :

Résumé de la transaction		
VE off	10000	offre LOI
négo	1500	demande sup.
earn out	1000	demande sup.
VE Fin	12500	total
DN	-153	dette nette 2P
titres	12653	

Cash AVI pour Estiennes	
Achat immob	-1402
Dividendes	1402
Vente	12653
contrats 2011	250
cpte courant 2010	150
<b>Total cash</b>	<b>13053</b>

Estiennes "s'enrichiraient" de :	
13053	de cash
400	bâtiment 2 déjà en mains
1402	bâtiment 1 acheté
150	loyers année 2011
<b>15005</b>	<b>total avant impôts</b>

ceci est un objectif négociable

Nous parvenons à un total de 15005, avec des hypothèses de négociation toutefois plus audacieuses qu'avec l'offre Laratte/Cobalt.

## 4 – RECOMMANDATION :

A l'issue de cette note, nous recommandons fermement d'entamer des négociations exclusives avec Laratte/Cobalt à compter de la troisième semaine de janvier, et ce malgré la pression qu'exercent d'ores et déjà nos interlocuteurs pour avancer vers le closing le plus rapidement possible.

### Pourquoi troisième semaine de janvier ?

Parce que le temps travaille pour nous et améliore le cash disponible dans la Société.  
Parce que nous avons besoin de quelques jours du mois de janvier pour utiliser l'offre de Boutboul en tant que « lièvre » dans la négociation avec Laratte et pour fixer les quelques points de négociation importants pour nous.

### Pourquoi cette recommandation ?

Parce que :

- nous avons la une offre qui nous rapproche de notre objectif.
- 15 millions de liquidités aujourd'hui sont équivalents à 18M « quasi certains » dans 3 ans, alors que l'on ne sait aujourd'hui ce que le marché nous réserve,

- l' « ambiance » du marché est actuellement délétère. Les opérateurs sont attentistes, leurs résultats et les perspectives concernant la réglementation ne les poussent pas à prendre des paris sur l'avenir,
- nous ne voudrions pas vous faire lâcher la proie pour l'ombre, vous nous le reprocheriez ultérieurement,
- si nous n'arrivons pas à nos fins nous pouvons toujours nous retirer et mettre fin aux négociations (quelques précautions juridiques sont cependant à prendre),
- si nous « ratons » ce train, nous ne savons pas si un prochain se présentera dans des délais raisonnables.
- enfin, point important, nos interlocuteurs sont légers sur le chapitre des Garanties d'Actif et de Passif qui dans ce genre de dossier peuvent être un terrible handicap pour le vendeur.

Nous vous prions de croire, chère Maryse et cher Jean, en l'expression de nos sentiments les plus sincères, les plus amicaux et les plus loyaux. En outre nous souhaitons que l'année 2011 vous apporte tous les ingrédients d'un grand Bonheur professionnel et familial.

**Gérard Pilley**

**Jean Saint-Cricq**