NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ

EN RÉPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ BOIRON SA INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ BOIRON DEVELOPPEMENT

En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 24-002 en date du 9 janvier 2024 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par BOIRON 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.

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de BOIRON (www.boironfinance.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de BOIRON, 2, avenue de l'Ouest Lyonnais, 69510 Messimy.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de BOIRON seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

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

AVIS IMPORTANT

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où, à l'issue de l'Offre, le nombre d'actions non présentées par les actionnaires minoritaires de la société BOIRON (à l'exception des actions auto-détenues par BOIRON) ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de BOIRON, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions BOIRON non présentées à l'Offre (autres que les actions auto-détenues par BOIRON), moyennant une indemnisation unitaire égale au prix de l'Offre, nette de tous frais.

TABLE DES MATIERES

TABLE DES MATIERES 3

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE 5

2. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE 7

2.1. Contexte et motifs de l'Offre 7

2.2. Termes de l'Offre 10

2.2.2 Modalités de l'Offre 10

2.2.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre 11

2.2.4 Intentions de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre 12

2.3. Procédure d'apport à l'Offre 12

2.4. Calendrier indicatif de l'Offre 13

2.5. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger 14

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ 16

3.1 Composition du Conseil d'administration 16

3.2 Avis motivé du Conseil d'administration 16

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ 24

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES 25

6. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE 25

7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 25

7.1 Structure et répartition du capital de la Société 25

7.2.2 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société 26

7.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce 27

7.4 Liste des détenteurs de tout titre Boiron comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 28

7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier 28

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote 28

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société 28

7.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société 29

7.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions 30

7.9 Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société 31

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique 32

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT 32

9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ 99

10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE 99

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 1° et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** »), la société BOIRON DEVELOPPEMENT, société par actions simplifiée au capital de 384 407 317 euros, dont le siège est 2, avenue de l'Ouest Lyonnais, 69510 Messimy, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 953 894 037 (« **BOIRON DEVELOPPEMENT** » ou l'« **Initiateur** ») offre de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société BOIRON, société anonyme à conseil d'administration au capital de 17 545 408,00 euros, dont le siège social est 2, avenue de l'Ouest Lyonnais, 69510 Messimy, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 967 504 679 (« **BOIRON** » ou la « **Société** » et, ensemble avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe Boiron** » ou le « **Groupe** »), d'acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société (les « **Actions** ») non détenues par l'Initiateur à la date de la note d'information préparée par l'Initiateur et ayant reçu le visa n° 24-001 en date du 9 janvier 2024 (la « **Note d'Information** »), au prix unitaire de 39,64 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »)[1], dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dans les conditions décrites ci-après et qui pourrait être suivie, si les conditions en sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF (l' « **Offre** »).

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le Code ISIN FR0000061129 (mnémonique : BOI).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur (l'« **Acquisition** »), par voie d'apport en nature et d'achat, le 20 octobre 2023, de :

- l'intégralité des Actions détenues par le concert familial Boiron (le « **Concert Familial Boiron** »)[2], soit 12 255 758 Actions, représentant 69,85 % du capital et, préalablement à l'Acquisition, 78,08 % des droits de vote théoriques[3], à raison de :
    - 7 966 313 Actions, représentant 45,40 % du capital et 51,08 % des droits de vote théoriques[3], auprès de la société SODEVA ;
    - 2 458 747 Actions, représentant 14,01 % du capital et 15,70 % des droits de vote théoriques[3], auprès de la société SHB ;
    - 1 830 698 Actions, représentant 10,44 % du capital et 11,30 % des droits de vote théoriques[3], auprès des personnes physiques membres des familles Jean et Henri Boiron.
- l'intégralité des Actions détenues par le FCPE BOIRON, soit 1 002 220 Actions, représentant 5,71 % du capital et, préalablement à l'Acquisition, 6,39 % des droits de vote théoriques[3],

[1] L'opération valorise l'action BOIRON à hauteur de 50,00 euros. Postérieurement à la distribution du dividende exceptionnelle de 10,36 euros par action décidée par l'assemblée générale mixte des actionnaires réunie le 16 octobre 2023, le Prix de l'Offre est donc fixé à hauteur de 39,64 euros.

[2] Le Concert Familial Boiron était composé des sociétés SODEVA (société anonyme contrôlée par la branche familiale Jean Boiron) et SHB (société anonyme contrôlée par la branche familiale Henri Boiron) et de personnes physiques membres des familles Jean et Henri Boiron.

[3] Sur la base d'un nombre total de 17 545 408 actions et 31 188 204 droits de vote théoriques de la Société au 30 septembre 2023 (préalablement à la perte des droits de vote double du fait de l'Acquisition). Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les Actions privées de droit de vote.

soit un nombre total de 13 257 978 Actions, représentant 75,56 % du capital et, préalablement à l'Acquisition, 84,47 % des droits de vote théoriques[3], le tout sur la base d'un prix par Action correspondant au Prix de l'Offre.

A l'issue de l'Acquisition et d'achats d'Actions effectués conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF, et comme précisé en Section 2.1 (Contexte et motifs de l'Offre), BOIRON DEVELOPPEMENT est donc l'actionnaire majoritaire de BOIRON dans laquelle elle détient, à la date de la Note d'Information, 13 258 108 Actions et autant de droits de vote, représentant 75,56 % du capital et 73.46 % des droits de vote théoriques de la Société.[4]

L'Offre porte sur la totalité des Actions existantes non encore détenues par l'Initiateur, à l'exception des Actions auto-détenues par la Société[5], soit, à la connaissance de la Société à la date de la Note en Réponse, un nombre de 4 104 167 Actions, représentant 23,39 % du capital.

Sur la base du Prix de l'Offre, la valorisation de 100% des titres composant le capital social de la Société est de 695 millions d'euros, et la part du capital non détenue par l'Initiateur est donc valorisée à hauteur de 162,7 millions d'euros.

À la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pendant une période de 15 jours de négociation.

La Note d'Information indique que l'Initiateur a l'intention, si les conditions sont remplies, de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société non apportées à l'Offre, à l'issue de l'Offre, en application des dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BRYAN, GARNIER & Co, BNP PARIBAS et CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL (les « **Banques Présentatrices** ») ont déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF, le 7 novembre 2023.

Il est précisé que seuls BNP PARIBAS et CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL garantissent, 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.

[3] Sur la base d'un nombre total de 17 545 408 actions et 31 188 204 droits de vote théoriques de la Société au 30 septembre 2023 (préalablement à la perte des droits de vote double du fait de l'Acquisition). Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les Actions privées de droit de vote.

[4] Sur la base d'un nombre total de 17 545 408 actions et 18 045 734 droits de vote théoriques de la Société au 30 novembre 2023. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les Actions privées de droit de vote.

[5] Les 183 133 Actions auto-détenues par la Société sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9 I, 2° du Code de commerce.

2. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

2.1. Contexte et motifs de l'Offre

Présent aujourd'hui dans près de cinquante pays, BOIRON est pionnière dans l'homéopathie et l'un des leaders actuels, tant en France qu'à l'international, et développe aussi d'autres solutions de santé efficaces et sures.

Préalablement à l'Acquisition, BOIRON était contrôlée par le Concert Familial Boiron, lequel détenait 69,85 % du capital et 78,08 % des droits de vote théoriques de BOIRON.

Le 4 juillet 2023, le Conseil d'administration de BOIRON a pris connaissance de la conclusion d'un accord exclusif entre le Concert Familial Boiron, l'investisseur EW HEALTHCARE PARTNERS et la société BOIRON DEVELOPPEMENT, ayant pour objet le transfert de l'intégralité des titres détenus par le Concert Familial Boiron, le dépôt d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les Actions BOIRON et, si les conditions en sont réunies à l'issue de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire. La conclusion de cet accord exclusif a donné lieu à l'ouverture d'une période de pré-offre (cf. D&I 223C1040 en date du 6 juillet 2023).

La conclusion définitive de l'Acquisition était sujette à la réalisation des conditions suspensives et préalables usuelles et des procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel. Il est précisé que l'Acquisition n'est pas sujette à l'obtention des autorisations au titre du contrôle des concentrations par une autorité de la concurrence en France ou à l'étranger.

Le 18 juillet 2023, le Conseil d'administration de BOIRON, sur les recommandations du comité ad hoc mis en place par le Conseil d'administration du 4 juillet 2023, a nommé le cabinet BM&A en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des dispositions de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF.

Le 3 octobre 2023, les instances représentatives du personnel de la Société ont émis leur avis sur le projet de transfert de la majorité des Actions de la Société à l'Initiateur.

Le 16 octobre 2023, l'assemblée générale mixte des actionnaires de BOIRON a décidé de la distribution d'un dividende exceptionnel d'un montant de 10,36 euros par action, payable à l'ensemble des actionnaires de BOIRON détenteurs d'actions BOIRON à la date de détachement fixée au 18 octobre 2023, dont la mise en paiement est intervenue le 20 octobre 2023 (le « **Dividende Exceptionnel** »).

Le 20 octobre 2023, le Concert Familial Boiron a procédé au transfert, par voie de cession et d'apport, de 12 255 758 Actions au profit de BOIRON DEVELOPPEMENT, sur la base d'un prix de 39,64 euros par Action. Le même jour, le FCPE BOIRON a procédé au transfert, par voie de cession et d'apport, de 1 002 220 Actions au profit de BOIRON DEVELOPPEMENT, sur la base d'un prix de 39,64 euros par Action, de telle sorte que BOIRON est désormais contrôlée par BOIRON DEVELOPPEMENT à hauteur de 75,56 % du capital et 73,24 % des droits de vote théoriques[6].

[6] Sur la base d'un nombre total de 17 545 408 actions et 18 103 137 droits de vote théoriques de la Société (correspondant au nombre total de droits de vote théoriques au 30 septembre 2023, diminué du nombre total de droits de vote doubles perdus du fait de l'Acquisition). Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les Actions privées de droit de vote.

Le 20 décembre 2023, conformément au protocole de liquidité en date du 20 octobre 2023 conclu entre le FCPE BOIRON et BOIRON DEVELOPPEMENT et destiné à assurer le respect par le FCPE des dispositions réglementaires relatives à la composition de ses actifs, la société BOIRON DEVELOPPEMENT a racheté auprès du FCPE BOIRON 3 000 000 de ses propres actions, représentant 0,78% de son capital et de ses droits de vote.

En suite de ces opérations d'apport et de cession et d'une opération d'augmentation de capital en numéraire en date du 20 octobre 2023, d'un montant global de 90 millions d'euros et réservée à l'investisseur EW HEALTHCARE PARTNERS, le capital social de BOIRON DEVELOPPEMENT, constituée pour les besoins de l'opération de prise de contrôle ci-dessus décrite, est réparti de la manière suivante :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital et des droits de vote
SODEVA	205 658 741	53,50 %
SHB	63 427 449	16,50 %
EW HEALTHCARE PARTNERS (via le fonds DOMINO FUND 3 HOLDCO LP)	90 000 000	23,41 %
FCPE BOIRON	22 320 129	5,81%
Autocontrôle	3 000 000	0,78%
Total	**384 407 317**	**100%**

L'ensemble de ces opérations d'apport et de cession et d'augmentation de capital en numéraire réservée ont été réalisées par transparence avec le Prix de l'Offre entre les parties.

En outre, SODEVA et SHB ont souscrit en date du 20 octobre 2023 à un emprunt obligataire convertible en actions ordinaires (ci-après l'« **Emprunt Obligataire** ») d'un montant nominal global de 85 395 540 euros, divisé en 85 395 540 obligations, d'un euro de valeur nominale chacune, convertibles en actions ordinaires nouvelles de la Société BOIRON DEVELOPPEMENT (les « **OC $_{2023}$** »). Les OC_{2023} ne porteront aucun intérêt entre la date du 20 octobre 2023 et jusqu'au 20 octobre 2025 (inclus). A compter du 21 octobre 2025, les OC_{2023} porteront intérêt au taux de 4% l'an. En outre, les OC_{2023} qui n'auraient pas été converties le 20 octobre 2025 bénéficieront, d'une prime de non-conversion de 4% qui sera due lors de leur remboursement. Sous réserve du remboursement ou d'une conversion anticipée, les OC_{2023} ont été émises pour une durée de six (6) ans.

SODEVA et SHB peuvent demander la conversion des OC_{2023} notamment en cas de souscription par EW HEALTHCARE PARTNERS, un ou plusieurs de ses affiliés agissant de concert ou tout tiers choisi par lui, conformément aux stipulations du protocole d'investissement, à l'augmentation de capital qui lui a été réservée par la collectivité des associés de la Société BOIRON DEVELOPPEMENT en date du 20 octobre 2023. La conversion des OC_{2023} permet ainsi à SODEVA et SHB de maintenir leurs participations actuelles au capital de la Société BOIRON DEVELOPPEMENT.

Par ailleurs, en date du 20 octobre 2023, SODEVA, SHB et EW HEALTHCARE PARTNERS ont conclu un pacte d'associés (ci-après le « **Pacte d'Associés** »). Ce Pacte d'Associés contient les clauses classiques suivantes :

- une inaliénabilité des titres des associés de la Société BOIRON DEVELOPPEMENT (*lock up*) pendant une durée de 4 ans à compter du 20 octobre 2023 ;

- un droit de préemption en cas de cession de titres à un tiers avec des rangs de priorité différents selon l'auteur du transfert ;

- une clause autorisant sous certaines conditions restrictives (*unrestricted transferts*) un certain nombre de transferts de titres (principalement le transfert par l'investisseur à un affilié ou le transfert entre SODEVA et SHB) ;

- un droit de sortie total (*full tag along right*) dans l'hypothèse d'une cession par SODEVA d'une participation la conduisant à détenir moins de 50,01% du capital et des droits de vote, et permettant à SHB et EW HEALTHCARE PARTNERS de céder l'intégralité de leurs titres aux mêmes conditions ;

- un droit de sortie proportionnel (*proportional tag along right*) dans l'hypothèse d'une cession par SODEVA ne donnant pas droit à l'exercice du droit de sortie total, et permettant à EW HEALTHCARE PARTNERS de céder une quote-part de titres proportionnelle aux mêmes conditions ;

- un droit d'entraînement (*drag along right*) obligeant les associés (en ce compris l'investisseur) à céder leurs titres en cas de réception d'une offre d'achat portant sur 100% du capital dès lors que cette dernière est acceptée par un associé ou un ensemble d'associés représentant plus de 50,01% du capital de la société, le tout aux mêmes conditions que la transaction principale ;

- une clause classique de liquidité (*investor liquidity*) permettant à l'investisseur de vendre ses titres de la Société BOIRON DEVELOPPEMENT : à horizon 6 ans, EW HEALTHCARE PARTNERS aura la possibilité d'initier un processus de liquidité au bénéfice d'un tiers acquéreur et portant sur sa seule participation, en coordination avec la société SODEVA ; à défaut d'obtention d'une liquidité au-delà du délai de 6 ans révolu, un processus de vente conjointe portant sur 100% du capital pourra être initié par l'investisseur, étant précisé que les parties seront tenues d'accepter la meilleure offre ferme reçue dans ce cadre si cette offre répond à certaines conditions (paiement en numéraire, absence de conditions suspensives, offre financée, etc.) ; si l'investisseur venait à ne pas respecter son obligation de vendre, il ne pourra pas exercer l'option de vente ci-après décrite ;

- uniquement en cas d'échec du processus de liquidité ci-dessus décrit, à horizon 7 ans révolu, l'investisseur pourrait, pendant un délai d'un an maximum, imposer à SODEVA et SHB le rachat de ses titres moyennant un prix de cession à convenir d'un commun accord et, à défaut d'accord, par un expert indépendant, et permettant d'assurer à l'investisseur un TRI de 12% ; ce niveau de TRI intègre la structure financière et capitalistique propre à BOIRON DEVELOPPEMENT et ne constitue donc ni un prix plancher, ni une garantie sur la valeur des actions BOIRON sous-jacentes ; ce dispositif, qui ne concerne que le seul investisseur, est en outre totalement aléatoire car conditionné au non aboutissement de l'intégralité du processus de liquidité ci-dessus décrit.

Il est spécifiquement précisé que l'Emprunt Obligataire, le Pacte d'Associés, ni aucun autre accord ne contient un prix de cession garanti, une clause de complément de prix ou tous autres dispositifs équivalents.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices ont déposé le 7 novembre 2023, pour le compte de l'Initiateur, le projet d'Offre de ce dernier auprès de l'AMF.

S'agissant des motifs de l'Offre, l'Initiateur a indiqué que l'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur, en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, de déposer une offre publique d'achat visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société non encore détenus par lui à l'issue de l'Acquisition.

L'Initiateur a également indiqué que l'Offre vise à créer un groupe entièrement privé et s'inscrit dans la logique et dans la continuité de l'histoire d'un groupe intrinsèquement lié à la famille Boiron et répond à l'objectif de l'Initiateur de détenir seul l'intégralité du capital et des droits de vote de la Société, tout en offrant aux actionnaires de la Société une liquidité leur permettant de céder leurs Actions à un prix attractif. L'Offre a également pour objectif de sortir BOIRON de la cote en vue de simplifier son fonctionnement opérationnel en mettant fin à l'application des dispositions législatives et réglementaires auxquelles sont assujetties les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

Enfin, l'Initiateur a déclaré son intention, si les conditions sont remplies, de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société non apportées à l'Offre, à l'issue de l'Offre, en application des dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

2.2. Termes de l'Offre

2.2.1 Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé auprès de l'AMF le 7 novembre 2023 le projet d'Offre et le projet de note d'information sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée obligatoire portant sur la totalité des Actions non encore détenues à ce jour par l'Initiateur. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 7 novembre 2023.

Dans le cadre de l'Offre, laquelle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir pendant la durée de l'Offre la totalité des Actions apportées à l'Offre au Prix de l'Offre, soit 39,64 euros par Action.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 15 jours de négociation.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait qu'étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

BNP PARIBAS et CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL, en qualité d'établissements garants, garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

2.2.2 Modalités de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé auprès de l'AMF le 7 novembre 2023 le projet d'Offre et le projet de note d'information sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée obligatoire portant sur la totalité des Actions non encore détenues à ce jour par l'Initiateur. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 7 novembre 2023.

La Société a déposé le projet de note en réponse auprès de l'AMF le 28 novembre 2023.

Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 28 novembre 2023.

Le projet de note en réponse tel que déposé auprès de l'AMF a été tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.boironfinance.fr/).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note en réponse a été diffusé par la Société.

Par décision de conformité en date du 9 janvier 2024, l'AMF a déclaré l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions législatives et règlementaires qui lui sont applicables et a apposé le visa n° 24-002 en date du 9 janvier 2024 sur la Note en Réponse. L'AMF a publié la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org).

La Note en Réponse ainsi visée par l'AMF, ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.boironfinance.fr/).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par la Société sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et sera mis en ligne sur le site Internet de la Société.

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

2.2.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

À la date de la Note d'Information, l'Initiateur détient 13 258 108 Actions représentant 75.56 % du capital et 73.46 % des droits de vote théoriques de la Société.[7]

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société existantes à ce jour et non détenues par l'Initiateur à la date de la Note d'Information, à l'exception des Actions auto-détenues par la Société[8], soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre d'Actions visées par l'Offre de 4 104 167.

Il n'existe, à la date de la Note en Réponse, aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

[7] Sur la base d'un nombre total de 17 545 408 actions et 18 045 734 droits de vote théoriques de la Société au 30 novembre 2023. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les Actions privées de droit de vote.

[8] Les 183 133 Actions auto-détenues par la Société sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9 I, 2° du Code de commerce.

2.2.4 Intentions de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

La Note d'Information indique que, conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire dans la mesure où les Actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que les Actions auto-détenues, et qui sont assimilées en application de l'article L. 233-9 I, 4° du code de commerce aux Actions détenues par l'Initiateur), ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.

Le retrait obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation unitaire égale au Prix de l'Offre, nette de tous frais. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris.

2.3. <u>Procédure d'apport à l'Offre</u>

La Note d'Information indique que les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

L'Offre serait ouverte pendant une période de vingt-deux (22) jours de négociation. L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » dans le registre de la Société devront demander leur inscription sous la forme « nominatif administré » pour apporter leurs titres à l'Offre à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur. Il est précisé que la conversion au porteur d'Actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces Actions sous la forme nominative. Par dérogation à ce qui précède, les actionnaires dont les titres sont inscrits au nominatif pur auront également la possibilité d'apporter leurs titres à l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris sans conversion préalable au porteur ou au nominatif administré par l'intermédiaire de Uptevia agissant en tant que teneur de registre des Actions.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport ou de vente irrévocable au Prix de l'Offre, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre, en précisant s'ils optent soit pour la cession de leurs Actions directement sur le marché, soit pour l'apport de leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris afin de bénéficier de la prise en charge des frais de courtage par l'Initiateur dans les conditions décrites à la Section 2.10 (*Remboursement des frais de courtage*) ci-dessous. Les actionnaires devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires, ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres afin d'être en mesure d'apporter leurs titres à l'Offre dès l'ouverture de l'Offre et au plus tard à la date de clôture de l'Offre (incluse).

Procédure d'apport à l'Offre sur le marché

Les actionnaires de BOIRON souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure de cession sur le marché devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre, selon la procédure habituelle prévue par leur intermédiaire financier. Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur sur le marché.

Exane BNP Paribas, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

Il est par ailleurs précisé que l'Initiateur se réserve le droit d'acquérir des Actions dans le cadre de l'Offre par voie d'achats hors marché.

Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée

Les actionnaires de BOIRON souhaitant apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, devront remettre leur ordre d'apport à partir du premier jour de l'Offre et au plus tard le dernier jour de l'Offre (sous réserve des délais spécifiques à certains intermédiaires financiers). Le règlement-livraison interviendra alors après l'achèvement des opérations de semi-centralisation.

Dans ce cadre, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires, étant précisé que les conditions de cette prise en charge sont décrites à la Section 2.10 (*Remboursement des frais de courtage*) ci-dessous.

Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-dessous et ce à compter de la date de règlement-livraison de la semi-centralisation.

2.4. Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier indicatif de l'Offre est proposé ci-dessous :

Dates	Principales étapes de l'Offre
7 novembre 2023	- Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF. - Mise à disposition du public aux sièges de BOIRON DEVELOPPEMENT et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site Internet de l'Initiateur (www.opas-boiron.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note d'information. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note d'information.
28 novembre 2023	- Dépôt du projet de note en réponse de la Société auprès de l'AMF, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et le rapport de l'expert indépendant.

	- Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.boiron.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note en réponse de la Société. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société.
9 janvier 2024	- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société. - Mise à disposition du public aux sièges de BOIRON DEVELOPPEMENT et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site Internet de l'Initiateur (www.opas-boiron.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la Note d'Information visée. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.boiron.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la Note en Réponse visée.
9 janvier 2024	- Mise à disposition du public aux sièges de BOIRON DEVELOPPEMENT et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site Internet de l'Initiateur (www.opas-boiron.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.boiron.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
10 janvier 2024	- Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la Note d'Information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la Note en Réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
10 janvier 2024	- Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre. - Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
11 janvier 2024	- Ouverture de l'Offre.
31 janvier 2024	- Clôture de l'Offre (dernier jour pour placer des ordres de vente sur le marché ou des ordres d'apport à la procédure semi-centralisée).
5 février 2024	- Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre.
13 février 2024	- Règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris.
Dans un bref délai à compter de la clôture de l'Offre	- Mise en œuvre du retrait obligatoire si les conditions sont réunies.

2.5. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

La Section 2.11 de la Note d'Information indique que :

- l'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens ;

- l'Offre est donc faite aux actionnaires de la Société situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires ;

- La diffusion de la Note d'Information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. En conséquence, 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 fait l'objet de restrictions ;

- ni la Note d'Information, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les détenteurs d'Actions situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger décrites à la Section 2.11 de la Note d'Information s'appliquent à la présente Note en Réponse.

En conséquence, les personnes en possession de la Note d'Information et/ou de la Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables 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.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

États-Unis

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la Note d'Information, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes résidant aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États- Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la Note d'Information, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun détenteur d'Action ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie de la Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent, ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

La Note d'Information et la Note en Réponse ne constituent ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'ont pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.

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

3.1 Composition du Conseil d'administration

À la date de la Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

Identité	Mandat
Thierry BOIRON	Administrateur et Président du Conseil d'administration
Valérie LORENTZ-POINSOT	Administrateur et Directrice Générale
Christine BOYER-BOIRON	Administrateur
Stéphanie CHESNOT	Administrateur
Virginie HEURTAUT	Administrateur
Anabelle FLORY-BOIRON	Administrateur
Benjamin BOIRON	Administrateur
BOIRON DEVELOPPEMENT (représentée par Madame Laurence BOIRON)	Administrateur
DOMINO FUND 3 HOLDCO GP LLC[11] (représentée par Monsieur Olivier BOHUON)	Administrateur
Anne BORFIGA	Administrateur (indépendant)
Philippe BRUN	Administrateur (indépendant)
Jean-Marc CHALOT	Administrateur (indépendant)
Jean-François HENAUX	Administrateur représentant les salariés
Sylvain MOSSAZ	Administrateur représentant les salariés
Grégory WALTER	Administrateur représentant les salariés actionnaires

3.2 Avis motivé du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 27 novembre 2023, a rendu l'avis motivé suivant :

« *Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'ils ont été convoqués ce jour à l'effet notamment, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'acquisition (l'« **Offre** ») visant les actions de la Société à un prix de 39,64 euros par action, initiée par la société BOIRON DEVELOPPEMENT (l'« **Initiateur** ») en vue d'un retrait obligatoire si les conditions sont réunies.*

Le Président rappelle que le projet d'Offre a été déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 7 novembre 2023.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants, afin de leur permettre d'émettre un avis motivé :

- *le projet de note d'information de l'Initiateur, déposé auprès de l'AMF le 7 novembre 2023, contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs de l'Offre ;*

- *le projet de note en réponse de la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF le 28 novembre 2023 ;*

- *le rapport du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable des conditions financières de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, et à l'absence de dispositions dans les accords et opérations connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires ;*

- *des observations écrites d'actionnaires reçues par la Société et relatives au caractère insuffisant du Prix de l'Offre et des réponses apportées à ces observations par l'expert indépendant dans son rapport ; et*

- *le projet d'avis motivé recommandé par le comité ad hoc.*

Les membres du Conseil d'administration ont également eu communication du projet de note relative aux autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.

Le Président rappelle également la constitution et les travaux menés par le comité ad hoc :

1. La constitution du Comité ad hoc

*Le Président rappelle que, lors de sa réunion du 4 juillet 2023 et conformément au Règlement général de l'AMF et aux meilleures pratiques de gouvernance, le Conseil d'administration a mis en place en son sein un comité ad hoc (le « **Comité** »), ayant pour mission, dans le cadre du projet d'Offre de l'Initiateur, d'examiner les termes et conditions du projet d'Offre qui serait déposé, en ce compris les accords ou éléments susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, de suivre le déroulement de l'opération, de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil d'administration.*

Le Comité est composé depuis sa constitution de trois membres : Madame Anne BORFIGA, administrateur indépendant, de Monsieur Philippe BRUN, administrateur indépendant, et de Madame Stéphanie CHESNOT, administrateur.

2. Travaux du Comité ad hoc

Monsieur Philippe BRUN, en sa qualité de Président du Comité, rend ensuite compte de sa mission et résume succinctement les travaux accomplis par le Comité.

(i) Désignation de l'expert indépendant

Monsieur Philippe BRUN rappelle que le Comité a examiné les profils et l'expérience de plusieurs cabinets identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence et d'indépendance requis par la règlementation applicable. À l'issue de cette revue, le Comité a sélectionné le cabinet BM&A.

Lors de sa réunion du 18 juillet 2023, le Conseil d'administration a ainsi, sur recommandation du Comité, désigné le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre BEAL, en qualité d'expert indépendant en application de l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4° et II du Règlement général de l'AMF, afin qu'il émette un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

(ii) Travaux du Comité et suivi des travaux de l'expert indépendant

Depuis le 4 juillet 2023, date de sa mise en place par le Conseil d'administration de la Société, le Comité s'est réuni à plusieurs reprises pour les besoins de sa mission. Les membres du Comité ont échangé avec l'expert indépendant et le conseil juridique de la Société dans le cadre de réunions régulièrement convoquées et lors d'échanges informels.

L'expert indépendant, quant à lui, a été informé de l'Offre envisagée le 5 juillet 2023. A la suite de sa nomination intervenue le 18 juillet 2023, l'expert indépendant a débuté ses travaux le 21 août 2023 et les a achevés le 27 novembre 2023, date à laquelle il a remis la version définitive de son rapport. Plus spécifiquement, l'expert indépendant, le Comité et le management de la Société ont interagis de la façon suivante :

- *le 12 juillet 2023, le Comité a pris connaissance des profils et des offres de services de plusieurs cabinets d'experts indépendants et, après étude de leurs profils, de leurs expériences et de leurs offres, a décidé de recommander au Conseil d'administration la désignation du cabinet BM&A ;*

- *le 18 juillet 2023, le Conseil d'administration a procédé à la nomination du cabinet BM&A en qualité d'expert indépendant ;*

- *le 6 septembre 2023, le Secrétaire Général de la Société a partagé avec l'expert indépendant les éléments de business plan de la Société ;*

- *le 11 septembre 2023, le Secrétaire Général de la Société a partagé avec l'expert indépendant les comptes semestriels de la Société au 30 juin 2023 ;*

- *le 17 septembre 2023, le Secrétaire Général de la Société a partagé avec l'expert indépendant le nouveau business plan ABBI ayant mené au test de dépréciation au 30 juin 2023 ;*

- *le 18 septembre 2023, l'expert indépendant a mené une séance de Q&A avec le Secrétaire Général de la Société ;*

- *le 20 septembre 2023, le Secrétaire Général de la Société a partagé avec l'expert indépendant des informations additionnelles sur l'atterrissage 2023 ;*

- *le 9 octobre 2023, l'expert indépendant a eu un échange avec le Directeur des opérations de la Société sur les performances commerciales du groupe ;*

- *le 27 octobre 2023, le Secrétaire Général de la Société a partagé avec l'expert indépendant de nouvelles prévisions sur HNC France et sur le cannabis médical ;*

- *le 5 novembre 2023, le Secrétaire Général de la Société a partagé avec l'expert indépendant les prévisions d'atterrissage 2023 et les nouvelles prévisions pour l'activité « Sales by region » ;*

- *le 24 novembre 2023, le Comité a pris connaissance du projet de note d'information déposé le 7 novembre 2023 par la société BOIRON DEVELOPPEMENT auprès de l'AMF, ainsi que du projet du rapport de l'expert indépendant et a arrêté la version définitive de ses recommandations et du projet d'avis motivé au Conseil d'administration.*

Lors de ses réunions ou de ses échanges informels, le Comité s'est assuré que l'expert indépendant disposait de l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et dans le calendrier envisagé.

Dans ce cadre, le Comité a noté que l'expert indépendant a eu accès, dans le cadre de sa mission, aux comptes annuels publiés par la Société pour les exercices 2018 à 2022, aux comptes semestriels publiés par la Société pour les exercices 2022 et 2023, au plan d'affaires réalisé début 2023 par le management et ses conseils dans le cadre du projet « Domino » qui a conduit à l'entrée de EW HEALTHCARE PARTNERS au capital de BOIRON DEVELOPPEMENT, au plan d'affaires révisé du 5 novembre 2023, au rapport d'évaluation du 7 novembre 2023 des banques présentatrices, ainsi qu'aux différents documents contractuels relatifs à la transaction et, notamment, les accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

Le Comité indique ne pas avoir été informé, et ne pas avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

Les réunions et interactions entre le Comité, le management, les banques présentatrices et l'expert indépendant sont mentionnées dans le rapport du cabinet BM&A.

3. Conclusions du rapport de l'expert indépendant

Le Président du Conseil d'administration présente les conclusions du rapport établi par le cabinet BM&A sous la supervision du Comité conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et de l'instruction de l'AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

> *« Afin de réaliser notre mission et apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Boiron visées par l'Offre, nous avons en premier lieu examiné les accords conclus dans le cadre de la prise de participation indirecte de EW Healthcare dans Boiron, en vérifiant en particulier (i) que l'ensemble des opérations d'apport et de cession avaient été réalisées à un prix égal, par transparence, à celui de l'Offre, (ii) que les taux rémunérant les obligations convertibles OC_{2023}, y compris en cas de non-conversion, n'étaient pas supérieurs aux taux de marché[9], et (iii) que le pacte d'associés ne comportait pas d'élément susceptible de remettre en cause l'équité de traitement entre les actionnaires de Boiron.*
>
> *Nous avons ensuite mené nos travaux d'évaluation en mettant en œuvre l'ensemble des méthodes habituellement utilisées dans le cadre d'une expertise indépendante, en présentant d'abord, sans les retenir pour la formation de notre opinion, la méthode des transactions comparables (en raison de l'opacité entourant ces opérations, du manque de fiabilité de l'information disponible et de l'existence d'une prime de contrôle), les objectifs de cours des analystes (en raison d'un suivi limité à 3 analystes et du caractère spéculatif du titre après l'annonce de l'Offre) et de l'actif net comptable.*

[9] Ils sont en l'occurrence inférieurs aux taux de marché.

Nous avons retenu à titre secondaire (en raison du caractère singulier de Boiron, seul acteur coté dans le secteur de l'homéopathie), la méthode des comparables boursiers laquelle aboutit à une valeur centrale de l'action Boiron de 35,6 € sur laquelle le Prix d'Offre extériorise une prime de 11,2 %.

Nous avons également retenu le critère du cours de bourse, sur lequel le prix d'Offre fait ressortir une prime sur la valeur centrale comprise 29,5 % et 39,2 % (coupon détaché).

La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (méthode DCF) a été mise en œuvre à titre principal sur la base du plan d'affaires 2023-2027 révisé en novembre 2023, après la publication des résultats semestriels et du chiffre d'affaires du 3ème trimestre 2023. Cette approche, dans son application par la somme des parties (ou SOTP), considérée comme plus pertinente, conduit à une fourchette de valeurs comprises entre 35,7 € et 41,3 €, avec une valeur centrale de 38,4 € sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime de 3,2 %.

S'agissant de cette dernière méthode, nous notons d'abord que les fourchettes de valeurs auxquelles nous aboutissons (SOTP et BP consolidé) sont cohérentes avec celles issues des travaux des analystes financiers. Nous relevons ensuite que la prime extériorisée sur la valeur centrale par cette approche peut être considérée comme faible, voire insuffisante, au regard des niveaux de prime habituellement offerts lors d'offres publiques susceptibles de déboucher sur un retrait obligatoire.

Nous considérons toutefois que ce constat doit être relativisé. En effet les investisseurs, largement consultés lors du processus de recherche d'un partenaire, n'ont montré qu'un intérêt limité pour la Société, et l'entrée minoritaire au capital n'a été possible qu'en échange de concessions importantes accordées par les actionnaires familiaux à l'Investisseur. Ainsi, même si le prix d'entrée de l'Investisseur pour la prise de participation minoritaire au capital de l'Initiateur ne peut constituer une référence de valeur principale en tant que telle, le processus qui y a conduit et les accords qui en découlent nous paraissent conforter le prix d'Offre.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 39,64 € par action Boiron proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société. »

4. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre mises en place par la Société

Le Président du Conseil d'administration indique que la Société n'a pas pris de décisions pouvant être qualifiées de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre.

5. Recommandation du Comité ad hoc

Le Président du Conseil d'administration indique que le 24 novembre 2023, le Comité a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration au regard notamment du projet de rapport de l'expert indépendant. Il en communique les termes aux membres du Conseil.

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société*

  - *le concert familial Boiron détenait le contrôle majoritaire de BOIRON à hauteur de 69,85% du capital et 78.08% des droits de vote théoriques ;*

  - *dans les motifs de l'Offre rappelé par l'Initiateur, l'Initiateur indique que L'Offre vise à créer un groupe entièrement privé et s'inscrit dans la logique et dans la continuité de l'histoire d'un groupe intrinsèquement lié à la famille Boiron et répond à l'objectif de l'Initiateur de détenir seul l'intégralité du capital et des droits de vote de la Société, tout en offrant aux actionnaires de la Société une liquidité leur permettant de céder leurs Actions à un prix attractif ; l'Offre a également pour objectif de sortir BOIRON de la cote en vue de simplifier son fonctionnement opérationnel en mettant fin à l'application des dispositions législatives et réglementaires auxquelles sont assujetties les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ;*

  - *l'Initiateur, qui détient d'ores et déjà le contrôle de BOIRON, entend poursuivre la stratégie actuellement mise en œuvre au sein de la Société et du Groupe ; en particulier, l'Initiateur soutient et réaffirme l'ambition du Groupe Boiron consistant à mettre toute son énergie et sa détermination pour que chaque patient dans le monde puisse bénéficier de l'homéopathie et de ses autres solutions de santé, afin de participer au développement d'un système de santé plus humain, plus efficient et plus durable ;*

  - *l'Initiateur étant une société holding, il n'anticipe pas la réalisation de synergie de coûts ou de revenus avec la Société, autres que les économies qui résulteraient d'une sortie de cote de la Société en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire.*

- *S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires*

  - *l'Offre s'inscrit dans la stratégie actuelle de la Société et du Groupe Boiron qui ne nécessite pas le maintien de la cotation, en particulier dans le contexte d'une très faible liquidité du titre ; le statut de société non cotée apparaît plus adapté à cette stratégie et à la poursuite des investissements opérés par le Groupe pour amplifier sa capacité d'innovation, de développer de nouveaux domaines d'activité et de réaliser des acquisitions ciblées, avec un retour sur investissement à long terme espéré, mais loin d'être certain ; l'évolution de la structure du capital du Groupe apparaît donc nécessaire afin de mener à bien ces projets, qui comportent une part de risque financier plus important que par le passé ;*

- *l'Initiateur offre donc aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre la possibilité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation, au Prix de l'Offre de 39,64 euros, déduction faite du dividende exceptionnel (ci-après le « **Dividende Exceptionnel** ») de 10,36 euros par action décidé par l'assemblée générale mixte des actionnaires du 16 octobre 2023, lequel a bénéficié à tous les actionnaires indépendamment de leur choix d'apporter ou non leurs titres à l'Offre et de la mise en œuvre du retrait obligatoire ;*

- *l'expert indépendant est d'avis que le Prix de l'Offre de 39,64 euros (déduction faite du Dividende Exceptionnel de 10,36 euros par action) est équitable d'un point de vue financier pour l'actionnaire de BOIRON ;*

- *le Prix de l'Offre représente une prime de 36,0 % par rapport au dernier cours de clôture la veille de l'annonce de l'Offre (29,14 euros au 3 juillet 2023) et de 38,4 % et 41,8 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes des 20 et 60 derniers jours de bourse ; les références de cours précédemment citées pour le calcul des primes, s'entendent retraitées du montant du Dividende Exceptionnel détaché et payé après l'annonce de l'Offre et avant son dépôt ;*

- *le Prix de l'Offre est supérieur à tous les cours de clôture depuis les premières annonces en avril 2019 relatives au déremboursement de l'homéopathie en France, lequel a transformé les perspectives de la Société, à l'exception de sept jours de bourse et jusqu'à l'annonce du projet d'Offre ;*

- *la Société a été destinataire de lettres et courriels d'actionnaires minoritaires sur l'Offre et ses modalités ; les remarques d'actionnaires minoritaires ont été examinées et, le cas échéant, prises en compte par l'expert indépendant ;*

- *en matière de dividendes, l'Initiateur indique qu'il se réserve la possibilité de proposer de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre et que toute modification de la politique de distribution de la Société sera décidée par ses organes sociaux, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, en fonction notamment de sa capacité distributive, de sa situation financière, et de ses besoins de financement ;*

- *s'agissant des accords connexes pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, le Comité relève que l'expert indépendant considère qu'ils ne font pas apparaître de dispositions de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier ;*

- *<u>S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés</u>*

  - *l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société selon son plan stratégique actuel et que l'Offre ne présentera pas d'incidence particulière, ni sur les effectifs de la Société et, plus largement, du Groupe, ni sur sa politique salariale et de gestion des ressources humaines. Elle n'emportera en elle-même aucune remise en cause des accords collectifs en vigueur au sein de la Société ;*

  - *le 3 octobre 2023, les instances représentatives du personnel de la Société ont émis leur avis sur le projet de transfert de la majorité des Actions de la Société à l'Initiateur et sur le projet d'Offre ; le 9 novembre 2023, les instances représentatives du personnel de la Société ont été informés du dépôt du projet d'Offre par l'Initiateur ;*

- *sur décision de son Conseil de surveillance du 25 août 2023, le FCPE BOIRON a, le 20 octobre 2023, procédé au transfert de l'intégralité des titres qu'il détenait dans le capital de la société BOIRON au bénéfice de la société BOIRON DEVELOPPEMENT, soit un transfert, par voie d'apport en nature et de cession, de 1 002 220 actions BOIRON, représentant 5.71% du capital et 6,39% des droits de vote théoriques à la date de cette transaction, sur la base d'un prix similaire au Prix de l'Offre ; à l'issue de ces opérations, le FCPE BOIRON se trouve donc actionnaire de BOIRON DEVELOPPEMENT à hauteur de 6.59% du capital et des droits de vote.*

Au vu de l'ensemble de ces éléments, le Président du Conseil d'administration indique que le Comité, à l'unanimité de ses membres, recommande au Conseil d'administration de conclure que l'Offre et ses conséquences sont dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Cette présentation terminée, le Président du Conseil d'administration présente et soumet au Conseil le projet de note en réponse établi par la Société et destiné à être déposé auprès de l'AMF le 28 novembre 2023.

6. Conclusion et avis du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration de BOIRON, après en avoir délibéré, sur recommandation du Comité, et connaissance prise de l'ensemble des éléments mis à la disposition de ses membres et, notamment, les objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, les éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs de l'Offre, les conclusions du rapport de l'expert indépendant, à savoir le cabinet BM&A représenté par Monsieur Pierre BEAL, et les conclusions des travaux du Comité, à la majorité des membres présents ou représentés, Messieurs Sylvain MOSSAZ et Jean-François HENAUX, administrateurs représentant les salariés ayant voté contre, et à l'exception de l'abstention, compte tenu de leurs liens avec l'Initiateur, de Thierry BOIRON, de Christine BOYER-BOIRON, de Stéphanie CHESNOT, de Virginie HEURTAUT, d'Anabelle FLORY-BOIRON, de Benjamin BOIRON, de Laurence BOIRON, représentant la société BOIRON DEVELOPPEMENT, d'Olivier BOHUON, représentant DOMINO FUND 3 HOLDCO GP LLC, et de Grégory WALTER, représentant les salariés actionnaires :

- *prend acte :*
    - *des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;*
    - *des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;*
    - *des conclusions de l'expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre considérant que le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ;*
    - *des travaux et recommandations du Comité ;*
- *décide de reprendre à son compte les travaux et la recommandation d'avis motivé du Comité en date du 24 novembre 2023 ;*
- *considère à ce titre, dans les conditions de cette recommandation, que l'Offre et ses conséquences sont conformes aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- *recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;*

- *prend acte que les actions auto détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et confirme en tant que de besoin que la Société ne les apportera pas à l'Offre ;*

- *approuve le projet de note en réponse de la Société ;*

- *approuve le projet de note relative aux autres informations notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;*

- *autorise, en tant que de besoin, la Directrice Générale, avec faculté de subdélégation, à l'effet de :*

    - *finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre et, notamment, la note relative aux autres informations notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;*

    - *préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;*

    - *signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*

    - *plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse.*

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 16 des statuts de la Société, telles que modifiées par l'assemblée générale mixte des actionnaires du 16 octobre 2023, et aux dispositions du règlement intérieur du Conseil d'administration, telles que modifiées par le Conseil d'administration du 20 octobre 2023, il n'est plus nécessaire pour les administrateurs d'être titulaires d'actions de la Société.

Les membres du Conseil d'administration de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le Conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit à la Section 3 ci-dessus ont fait part de leurs intentions comme suit :

Identité	**Mandat**	**Nombre d'Actions détenues au nominatif à la date de l'avis motivé**	**Intention**
Thierry BOIRON	Administrateur et Président du Conseil d'administration	---	---
Valérie LORENTZ-POINSOT	Administrateur et Directrice Générale	10	Apport à l'Offre
Christine BOYER-BOIRON	Administrateur	---	---
Stéphanie CHESNOT	Administrateur	---	---

Virginie HEURTAUT	Administrateur	---	---
Anabelle FLORY-BOIRON	Administrateur	---	---
Benjamin BOIRON	Administrateur	---	---
BOIRON DEVELOPPEMENT (représentée par Madame Laurence BOIRON)	Administrateur	13 257 978	Conservation des titres
DOMINO FUND 3 HOLDCO GP LLC (représentée par Monsieur Olivier BOHUON)	Administrateur	---	---
Anne BORFIGA	Administrateur (indépendant)	10	Apport à l'Offre
Philippe BRUN	Administrateur (indépendant)	---	---
Jean-Marc CHALOT	Administrateur (indépendant)	25	Apport à l'Offre
Jean-François HENAUX	Administrateur représentant les salariés	---	---
Sylvain MOSSAZ	Administrateur représentant les salariés	---	---
Grégory WALTER	Administrateur représentant les salariés actionnaires	---	---

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date de la Note en Réponse, la Société détient 183 133 de ses propres Actions.

Le Conseil d'administration du 27 novembre 2023 a pris acte du fait que les 183 133 Actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et a confirmé, en tant que de besoin, que la Société ne les apportera pas à l'Offre.

6. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

À la connaissance de la Société et à l'exception de l'Emprunt Obligataire et du Pacte d'Associés décrits à la Section 2.1 ci-dessus, il n'existe aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 17.545.408,00 euros, divisé en 17.545.408 Actions de 1,00 euro de valeur nominale chacune.

À la connaissance de la Société, au 31 décembre 2023, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit[10] :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote
Boiron Développement	13 258 108	75,56 %	13 258 108	73,46 %
Auto-détention	183.133	1,04 %	183.133	1,01 %
Orfim	914 779	5,21 %	914 779	5,07 %
Public	3 189 388	18,19 %	3 689 714	20,46 %
Total	**17.545.408**	**100%**	**18 045 734**	**100%**

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du code de commerce sont applicables.

En plus de franchissements de seuils légaux décrits ci-dessus, l'article 10 des statuts de la Société impose une obligation de déclaration à tout actionnaire qui viendrait à posséder un pourcentage de participation supérieur à 2% du capital social. Cette obligation de déclaration s'applique également lorsque la participation au capital devient inférieure au pourcentage de 2% du capital social.

Transfert d'Actions et exercice des droits de vote

Aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'Actions ou l'exercice des droits de vote de la Société.

7.2.2 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

À la connaissance de la Société, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

[10] Sur la base d'un nombre total de 17.545.408 Actions et 18 045 734 droits de vote théoriques de la Société au 30 novembre 2023. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les Actions dépourvues de droit de vote.

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

Au 31 octobre 2023 et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 7.1 ci-dessus.

A la date de la présente Note en Réponse et au cours des douze (12) derniers mois, la Société a reçu les déclarations de franchissement suivantes en application des articles 233-11 et suivants du règlement général de l'AMF et des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce :

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuil en date du 26 octobre 2023, BOIRON DEVELOPPEMENT a déclaré à l'AMF et à la Société avoir franchi, le 20 octobre 2023, directement en hausse, les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 33,33 %, 50 % et 66,66 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir, directement, 13 257 978 Actions de la Société, représentant 75,56 % du capital et 73,24 % des droits de vote théoriques[11] de la Société ;

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuil en date du 25 octobre 2023, le concert familial Boiron a déclaré à l'AMF et à la Société avoir franchi, le 20 octobre 2023, directement en baisse, les seuils de 66,66 %, 50 %, 33,33 %, 25 %, 20 %, 15 %, 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de la Société et ne détenir plus aucune Action de la Société.

Ces déclarations de franchissement de seuils ont été reprises par un avis publié par l'AMF le 27 octobre 2023 (cf. D&I 223C1714).

Par ailleurs :

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuil en date du 13 octobre 2023, la société Orfim a déclaré à l'AMF avoir franchi, le 13 octobre 2023 le seuil de 5 % du capital de la Société et détenir 879 255 actions Boiron représentant 5,01% du capital et 2,82% des droits de vote de la Société ;

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuil en date du 31 octobre 2023, la société Natixis Investment Managers International, agissant pour le compte du FCPE BOIRON dont elle assure la gestion, a déclaré à l'AMF avoir franchi, le 20 octobre 2023, directement en baisse, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune Action de la Société ;

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuil en date du 8 décembre 2023, la société Orfim a déclaré à l'AMF avoir franchi, le 1er décembre 2023 le seuil de 5 % des droits de vote de la Société et détenir 903 621 actions Boiron et autant de droits de vote, soit 5,15 % du capital et 5,01 % des droits de vote de la Société.;

En outre, comme indiqué à la Section 2.6 de la Note d'Information, l'Initiateur s'est réservé la possibilité de réaliser toute acquisition d'Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF.

[11] Sur la base d'un nombre total de 17 545 408 actions et 18 103 137 droits de vote théoriques de la Société (correspondant au nombre total de droits de vote théoriques au 30 septembre 2023, diminué du nombre total de droits de vote doubles perdus du fait de l'Acquisition). Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les Actions privées de droit de vote.

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

Le capital de la Société est exclusivement composé d'actions ordinaires.

La Société n'a émis aucune action de préférence au sens des articles L. 228-111 et suivants du Code de commerce.

L'article 35 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est attribué au profit des actions entièrement libérées ayant fait l'objet d'une détention continue au nominatif par un même titulaire pendant une durée minimale de trois (3) ans.

Cet article précise qu'en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, ce droit de vote double est accordé dès leur émission aux actions nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit.

Le droit de vote double cesse de plein droit pour toute action ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert de propriété, sous réserve des exceptions prévues par la loi.

7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Il est rappelé que, sur décision de son Conseil de surveillance du 25 août 2023, le FCPE BOIRON a, le 20 octobre 2023, procédé au transfert de l'intégralité des titres qu'il détenait dans le capital de la société BOIRON au bénéfice de la société BOIRON DEVELOPPEMENT, soit un transfert, par voie d'apport en nature et de cession, de 1 002 220 actions BOIRON, représentant 5.71% du capital et 6,39% des droits de vote théoriques à la date de cette transaction, sur la base d'un prix similaire au Prix de l'Offre ; à l'issue de ces opérations, le FCPE BOIRON se trouve donc actionnaire de BOIRON DEVELOPPEMENT à hauteur de 6.59% du capital et des droits de vote.

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote

A la date de la présente Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des Actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

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

7.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 16 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et dix-huit (18) membres au plus.

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil d'administration résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que des articles 16 à 19 des statuts de la Société.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée de trois (3) ans.

Tout membre sortant du Conseil d'administration est rééligible.

Le mandat d'un membre du Conseil d'administration prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires statuant sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

L'article 17 des statuts de la Société prévoit, en outre, que le nombre des administrateurs ayant atteint l'âge de 85 ans ne peut dépasser le tiers des membres du Conseil d'administration. L'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'assemblée générale ordinaire annuelle statuant sur les comptes de l'exercice au cours duquel cette limite serait atteinte.

Par ailleurs, conformément à l'article L. 225-27-1 du Code de commerce, le Conseil d'administration comprend un ou plusieurs administrateurs représentant les salariés du groupe. Ce nombre est porté à deux (2) si le nombre des membres du Conseil d'administration dépasse huit (8).

Le nombre de membres du Conseil d'administration à prendre en compte pour déterminer le nombre d'administrateurs représentant les salariés est apprécié à la date de désignation des représentants des salariés au Conseil d'administration.

Le mandat d'un administrateur représentant les salariés est de trois (3) ans. Les membres du Conseil d'administration représentant les salariés sont désignés par le Comité Central d'Entreprise.

La réduction du nombre des membres du Conseil d'administration à huit (8) ou moins de huit (8) est sans effet sur la durée du mandat de l'ensemble des administrateurs représentant les salariés, qui prend fin à l'arrivée de son terme normal.

En cas de vacance, pour quelque cause que ce soit, d'un siège d'administrateur représentant les salariés, le siège vacant est pourvu dans les conditions fixées par l'article L. 225-34 du Code de commerce.

Dans l'hypothèse où la Société ne serait plus soumise à l'obligation de désignation d'un administrateur représentant les salariés, le mandat du ou des membres du Conseil d'administration représentant les salariés prend fin à l'issue de la réunion au cours de laquelle le Conseil d'administration constate la sortie du champ de l'obligation.

Comme indiqué à la Section 1.2.3 de la Note d'Information, en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire, si les conditions sont réunies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de transformer la Société en société par actions simplifiée et d'adapter sa gouvernance au modèle d'une société contrôlée à 100% par BOIRON DEVELOPPEMENT.

7.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Conformément à l'article 40 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société dans toutes leurs dispositions, étant précisé qu'elle peut déléguer sa compétence au conseil d'administration de la Société en matière de mise en conformité des statuts avec les dispositions légales et réglementaires applicables, conformément aux dispositions de l'article L. 225-36 du code de commerce.

L'article 4 des statuts de la Société prévoit toutefois que le siège social de la Société peut être transféré en tout endroit du territoire français, par simple décision du Conseil d'administration sous réserve de la ratification de cette décision par la plus prochaine assemblée générale ordinaire des actionnaires.

L'assemblée générale extraordinaire, réunie sur première convocation, ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté à distance possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote.

L'assemblée générale extraordinaire, réunie sur deuxième convocation, ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote.

Les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents, représentés ou ayant voté à distance.

7.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires de la Société et dans la limite de l'objet social, le Conseil d'administration se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du Conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances.

Dans le cadre de son organisation interne, le Conseil d'administration a constitué des comités spécialisés[12].

La direction générale de la Société doit s'assurer de l'autorisation préalable du Conseil d'administration pour les opérations visées par la loi et les règlements en vigueur.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, à la date de la Note en Réponse, le Conseil d'administration bénéficie des autorisations suivantes, accordées par l'assemblée générale des actionnaires :

[12] Un Comité d'Audit et un Comité des Rémunérations.

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation accordée par l'assemblée générale au Conseil d'administration	Plafond	Durée	Utilisation
25 mai 2023 *(22ème résolution)*	Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de faire racheter par la société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L22-10-62 du Code de commerce	Dans la limite de 10% du nombre d'actions composant le capital social	18 mois	A la date du 31 octobre 2023, la Société détient 183.133 de ses propres Actions achetées dans le cadre du programme de rachat d'actions
25 mai 2023 *(23ème résolution)*	Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue d'annuler les actions propres détenues par la société, rachetées dans le cadre du dispositif de l'article L22-10-62 du Code de commerce	Dans la limite de 10% du capital calculé au jour de la décision d'annulation	24 mois	Néant
25 mai 2023 *(24ème résolution)*	Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue d'attribuer gratuitement des actions existantes ou à émettre à certains membres du personnel salarié et/ou mandataires sociaux	2% du capital social au jour de l'assemblée générale du 25 mai 2023, étant précisé qu'il ne pourra dépasser le pourcentage maximum prévu par la réglementation au jour de la décision d'attribution	38 mois	Néant

Le Conseil d'administration ne bénéficie d'aucune délégation de compétence ou de pouvoirs accordée par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'augmentation de capital relevant des articles L. 225-129-1 et L. 225-129-2 du code de commerce.

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

A la connaissance de la Société, aucune convention significative conclue par la Société :

- ne contient une obligation d'information des cocontractants en cas de projets de modification significative de son actionnariat, notamment ceux qui auraient pour conséquence un changement de contrôle de la Société ;

- ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre, qui n'aura, de plus, pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où cette dernière est déjà contrôlée par l'Initiateur à la date de dépôt de la Note d'Information.

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe pas d'accord prévoyant le versement d'une indemnité aux dirigeants, aux salariés ou aux administrateurs s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre BEAL, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société le 18 juillet 2023 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Ce rapport, en date du 27 décembre 2023, est reproduit dans son intégralité ci-dessous et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

BM&A
Advisory & Support

BOIRON

IBOIRON

Expertise indépendante

Projet d'offre publique d'achat simplifiée

Novembre 2023

SOMMAIRE

1| CONTEXTE DE L'OPERATION 5

2| PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT 7
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois 7
2.2 Déclaration d'indépendance 7
2.3 Rémunération de l'expert 7
2.4 Diligences effectuées par l'expert 7

3| PRESENTATION DE BOIRON 11
3.1 Activité et historique 11
3.1.1 Présentation générale de la société 11
3.1.2 Historique 11
3.1.3 Positionnement stratégique et modèle économique 12
3.2 Analyse historique des comptes publiés 15
3.2.1 Evolution des résultats 15
3.2.1.1 Revenus & chiffre d'affaires 15
3.2.1.2 Ebitda (hors charges et produits exceptionnels) 16
3.2.1.3 Résultat opérationnel (Ebit) 16
3.2.1.4 Résultat financier 16
3.2.1.5 Résultat net 16
3.2.2 Evolution de la situation bilancielle 17
3.3 Présentation du plan d'affaires 18
3.3.1 Plan d'affaires *Core Business* : 19
3.3.2 Plan d'affaires Diagnostics : 20
3.3.3 BP Cannabis & CBD : 20
3.3.4 BP Abbi : 20
3.3.5 Horizon retenu 21
3.4 Comparaison avec le consensus des analystes financiers 21
3.4.1 Méthodologie 21
3.4.2 Liste des analystes entrant dans le consensus 21
3.4.3 Principaux agrégats 21
3.4.3.1 Chiffre d'affaires : 21
3.4.3.2 EBITDAal (EBITDA *after lease*, soit retraité de l'effet de la norme IFRS 16) : 22
3.4.3.3 Besoin en fonds de roulement : 22
3.4.3.4 Investissements : 22

4| TRAVAUX D'EVALUATION 23
4.1 Analyse des accords conclus dans le cadre de l'Offre 23
4.2 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation 24
4.2.1 Nombre de titres 24
4.2.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres 24
4.2.3 Taux d'actualisation 25
4.3 Méthodes ou références non retenues 27
4.3.1 Actif net comptable 27
4.3.2 Méthode de l'actif net réévalué 27
4.3.3 Méthodes basées sur le dividende 27
4.3.4 Approche par les transactions comparables 28

4.3.5 Approche par les objectifs de cours des analystes financiers 29
4.3.5.1 Objectifs de cours antérieurs à l'annonce de l'OPAS 30
4.3.5.2 Objectifs de cours postérieurs à l'annonce de l'OPAS 30
4.3.5.3 Conclusion sur l'approche 31
4.4 Critères et méthodes retenus 31
4.4.1 Référence au prix d'entrée de l'Investisseur au capital de l'Initiateur et processus de sélection 31
4.4.1 Approche par référence au cours de bourse 31
4.4.1.1 Revue historique du cours de bourse jusqu'à l'annonce de l'Offre 32
4.4.1.2 Revue du cours de bourse post annonce de l'Offre 34
4.4.2 Approches par l'actualisation de flux de trésorerie 35
4.4.2.1 Approche méthodologique retenue 35
4.4.2.2 Hypothèses normatives 35
4.4.2.3 Somme des parties : activité historique (*Core Business*) 36
4.4.2.4 Somme des parties : Abbi 37
4.4.2.5 Somme des parties : Cannabis 38
4.4.2.6 Somme des parties : Diagnostics 38
4.4.2.7 Somme des parties : synthèse des résultats 39
4.4.2.8 Approche consolidée 39
4.4.2.9 Approche basée sur le consensus des prévisions des analystes financiers 40
4.4.3 Approche par les multiples de sociétés cotées comparables 40
4.4.3.1 Approche méthodologique retenue 40
4.4.3.2 Multiples relevés au sein de l'échantillon « OTC » 41
4.4.3.3 Multiples relevés au sein de l'échantillon « Cannabis » 42
4.4.3.4 Somme des parties : *Core Business* 42
4.4.3.5 Somme des parties : Abbi 42
4.4.3.6 Somme des parties : Cannabis 42
4.4.3.7 Somme des parties : Diagnostics 43
4.4.3.8 Somme des parties : Synthèse des résultats 43
4.4.3.9 Approche consolidée 43
4.4.3.10 Approche basée sur le consensus des prévisions des analystes financiers 43
4.5 Synthèse des travaux d'évaluation 44

5| ANALYSE DES TRAVAUX DES ÉVALUATEURS 45
5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation 45
5.1.1 Nombre de titres 45
5.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres 46
5.1.3 Références actuarielles 47
5.1.3.1 Taux d'actualisation 47
5.1.3.2 Taux de croissance à l'infini 48
5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation écartées 48
5.2.1 Actif net comptable et actif net réévalué 48
5.2.2 Actualisation de dividendes 48
5.2.3 Transactions comparables 48
5.3 Comparaison des méthodes d'évaluation présentées à titre secondaire 49
5.3.1 Multiples de sociétés comparables cotées 49
5.3.2 Objectifs de cours des analystes 50
5.4 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal 50
5.4.1 Référence à une opération significative sur le capital de la Société 50
5.4.2 Référence au cours de bourse 50
5.4.3 Actualisation de flux de trésorerie 50

6| REPONSES AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES 51

6.1 Eléments de réflexion transmis par les Actionnaires Minoritaires 51
6.2 Eléments de réponse issus de nos travaux 52

7| CONCLUSION 54

8| ANNEXES 56
8.1 Lettre de mission 56
8.2 Bêtas moyens des échantillons de comparables boursiers 59
8.2.1 Echantillon de référence « OTC » 59
8.2.2 Echantillon de référence « Cannabis » 59
8.3 Fourchettes de taux d'actualisation relevées dans les rapports annuels 60
8.4 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans les échantillons des comparables boursiers 61
8.4.1 Echantillon OTC 61
8.4.2 Echantillon Cannabis 63

1 | CONTEXTE DE L'OPERATION

Par un communiqué de presse du 4 juillet 2023, la société Boiron (ci-après « **Boiron** », la « **Société** » ou le « **Groupe** ») dont les actions sont cotées sur le compartiment B d'Euronext Paris (ISIN : FR0000061129), a annoncé que les actionnaires familiaux de Boiron (ci-après le « **Concert Familial Boiron**[1] »), qui, à cette date, détenaient 69,9 % du capital de la Société et 78,1 % de ses droits de vote théoriques, avaient conclu un accord exclusif avec l'investisseur EW Healthcare Partners (ci-après « **EW Healthcare** » ou l' « **Investisseur** »).

Cet accord prévoit le transfert de la totalité des actions Boiron détenues par le Concert Familial Boiron et le FCPE Boiron[2], à la société créée *ad hoc* Boiron Développement (ci-après « **Boiron Développement** » ou l' « **Initiateur** ») et le dépôt d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **Offre** ») sur les actions de Boiron non détenues par l'Initiateur sur la base d'une valeur de l'action Boiron de 50 € (dividende attaché, cf. infra), puis, si les conditions le permettent, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Préalablement au dépôt de l'Offre, le 16 octobre 2023, l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société a décidé la distribution d'un dividende exceptionnel de 10,36 € par action. Le 20 octobre 2023, le Concert Familial Boiron et le FCPE Boiron ont transféré à Boiron Développement l'ensemble des actions Boiron qu'ils détiennent, soit au total de 13 257 978 actions, représentant 75,6 % du capital. Les opérations précédant l'Offre ainsi que la situation actionnariale qui en découle sont résumées dans le tableau ci-dessous :

Boiron	Pre-transfert		Total	Post-transfert	
Actionnariat au 20 octobre 2023	# actions	%	transferts	# actions	%
Sodeva	7 966 313	45,4%	(7 966 313)	-	-
SHB	2 458 747	14,0%	(2 458 747)	-	-
Personnes physiques famille Boiron	1 830 698	10,4%	(1 830 698)	-	-
FCPE Boiron	1 002 220	5,7%	(1 002 220)	-	-
Boiron Développement			13 257 978	13 257 978	75,6%
S/T Concert Familial Boiron -Initiateur	**13 257 978**	**75,6%**	**-**	**13 257 978**	**75,6%**
Actions auto-détenues	183 133	1,0%		183 133	1,0%
Public	4 104 297	23,4%		4 104 297	23,4%
Total	**17 545 408**	**100,0%**	**-**	**17 545 408**	**100,0%**

A la suite des opérations de transfert de titres du Concert Familial Boiron et du FCPE, EW Healthcare[3] a souscrit à une opération d'augmentation de capital réservée de Boiron Développement d'un montant de 90 m€[4], lui conférant 23,4 % du capital. L'actionnariat de Boiron Développement avant le lancement de l'Offre est présenté dans le tableau ci-dessous :

Boiron Développement	Avant Offre	
Actionnariat au 20 octobre 2023	# actions	%
Sodeva[1]	205 658 741	53,5%
SHB	63 427 449	16,5%
Personnes physiques famille Boiron	998	0,0%
FCPE Boiron	25 320 129	6,6%
EW Healthcare	90 000 000	23,4%
Total	**384 407 317**	**100,0%**

[1] Après apport par deux membres de la famille à Sodeva de 19,4 millions d'actions Boiron Développement

[1] Le Concert Familial Boiron est composé des sociétés SODEVA (société contrôlée par la branche familiale Jean Boiron) qui détient 7 966 313 actions Boiron (45,4 % du capital) et SHB (société contrôlée par la branche familiale Henri Boiron) qui détient 2 458 747 actions (14,0 % du capital), et de personnes physiques membres des familles Jean et Henri Boiron qui détiennent 1 830 698 actions (10,4 %), soit un total de 12 255 758 actions représentant 69,9 % du capital de la Société.

[2] Le FCPE Boiron détient 1 002 220 actions Boiron, soit 5,7 % du capital.

[3] Via le fonds Domino Fund 3 Holdco LP.

[4] Les apports, cession et augmentation de capital ont été réalisés par transparence avec le Prix d'Offre de 39,64 €.

Enfin, le 7 novembre 2023, Boiron Développement a déposé un projet d'Offre auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») visant les actions de la Société qu'elle ne possède pas encore, soit 4 104 297 actions[5], au prix unitaire de 39,64 €[6] (ci-après le « **Prix d'Offre** »).

Dans le délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre et dans l'hypothèse où les conditions seraient réunies[7], l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire à un prix par action égal au Prix d'Offre, nette de tous frais. Selon l'Initiateur, l'Offre a pour objectif de « créer un groupe entièrement privé et s'inscrit dans la logique et dans la continuité de l'histoire d'un groupe intrinsèquement lié à la famille Boiron et répond à l'objectif de l'Initiateur de détenir seul l'intégralité du capital et des droits de vote de la Société […] », ce statut privé paraissant mieux adapté à la mise en œuvre de stratégies à long terme. Il indique par ailleurs que la sortie de cote de Boiron permettra à la Société de simplifier son fonctionnement en mettant fin à l'application des dispositions législatives et réglementaires auxquelles sont soumises les sociétés cotées sur un marché réglementé.

En outre, l'Initiateur précise qu'il entend poursuivre la stratégie actuellement mise en œuvre et que l'Offre n'aura pas d'incidence en matière d'emploi. En termes de gouvernance, l'Initiateur rappelle (i) qu'à la suite des opérations d'apport, de cession et d'augmentation de capital, la composition du conseil d'administration a été modifiée en intégrant notamment Boiron Développement et EW Healthcare, et (ii) qu'en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire, la Société serait transformée en société par actions simplifiée. S'agissant des synergies attendues par l'opération, l'Initiateur n'anticipe pas d'autres gains économiques que ceux découlant des économies liées à la sortie de cote. Enfin, l'Initiateur précise qu'il n'entend pas fusionner avec la Société et qu'il se réserve la possibilité de modifier sa politique de distribution en fonction de sa capacité distributive, de sa situation financière et de ses besoins de financement.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 18 juillet 2023 par le Conseil d'Administration de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Boiron visées par l'Offre.

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1er, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où la société visée est contrôlée au sens de l'article L 233-3 du code de commerce avant le lancement de l'opération par l'Initiateur ;
- le paragraphe I, alinéa 2°, dans la mesure où des dirigeants ou actionnaires qui contrôlent la société visée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu des accords avec l'Initiateur de l'Offre susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- le paragraphe II, dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

[5] i.e. hors les 183 133 actions auto-détenues.
[6] Dividende de 10,36 € par action détaché.
[7] i.e. si à la clôture de l'Offre, l'Initiateur détient au moins 90 % du capital et des droits de vote en application de l'art. 237-1 du règlement général de l'AMF, le retrait obligatoire entraînant la radiation des actions Boiron de la cote.

2 | PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
oct-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	**Genkyotex**	Calliditas Therapeutics AB	Bryan Garnier
août-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	**Iliad**	Holdco II	BNP Paribas & CACIB & Société Générale
oct-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	**Ivalis**	RGIS	Invest Securities
déc-21	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	**Visiodent**	Groupe Visiodent & Hivista	Portzamparc
janv-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	**SMTPC**	Eifffage & Vinci Concessions	Portzamparc
mars-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	**Groupe Open**	New Go	Oddo BHF
oct-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	**Groupe IRD**	IRD et Associés	Degroof Petercam
nov-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	**Oncodesign**	Cancer Buster Bidco	Société Générale
oct-23	Offre Publique d'Achat Simplifiée	**PCAS**	Seqens	Portzamparc

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet et le signataire du présent rapport ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction AMF n°2006-08 du 28 septembre 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 150 000 € hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission a été réalisée par Pierre Béal, associé, et Stéphane Marande, directeur exécutif, assistés de Bastien Casasnovas et Christopher Roussillon, chefs de mission ainsi que de Jessica Zhang et Arthur Mizzi, assistants.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application AMF DOC-2006-08 du 28 septembre 2006 et de la recommandation AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, toutes deux modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de l'Offre envisagée le 5 juillet 2023. À la suite de notre nomination en qualité d'expert indépendant, intervenue le 18 juillet 2023, nous avons débuté nos travaux le 21 août 2023 et les avons achevés le 27 novembre 2023, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Boiron :
    - Philippe Brun, administrateur indépendant, membre du comité ad hoc et président du Comité d'Audit ;
    - Anne Borfiga, administratrice indépendante, membre du comité ad hoc, présidente du Comité des Rémunérations et membre du Comité d'Audit ;
    - Stéphanie Chesnot, administratrice, membre du comité ad hoc, membre du Comité d'Audit ;
    - Eric Lambert, secrétaire général et directeur administratif et financier ;
    - Patrice Varraut, directeur des opérations.

- Bryan Garnier – Banque conseil et banque présentatrice :
    - Hervé Ronin, partner ;
    - Raphaël Bidaut, director ;
    - Hamza Falah, associate.

- BNP Paribas – Banque présentatrice :
    - Olivier Rinaudo, managing director ;
    - Joris Estorgues, M&A vice president.

- CM-CIC – Banque présentatrice :
    - Bruno Gaheri, deputy head of equity capital market Paris ;
    - Marion Gillmann, equity capital market.

- Lamy Lexel – Conseil de l'Initiateur :
    - Vincent Medail, associé.

- Actionnaires minoritaires :
    - Au cours de notre mission, nous avons été contactés directement par un actionnaire minoritaire de Boiron, avec lequel nous avons échangé sur les conditions de l'Offre. Par ailleurs, la Société nous a communiqué des courriers d'actionnaires minoritaires qui lui ont été adressés au cours du mois de juillet 2023.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils, et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;

ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;

iii) les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ;

iv) les hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuie le plan d'affaires produit par le management, et notamment les déterminants de la croissance et la dynamique commerciale.

Nos travaux ont principalement consisté à :

i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société ;

ii) étudier le contexte général de l'Offre et le processus qui a conduit à l'entrée au capital de l'Investisseur ;

iii) étudier les accords conclus avant et dans le cadre de l'Offre et analyser les conditions de réalisation de certains de ces accords, envisagées à l'issue de l'Offre ;

iv) analyser les comptes historiques de la Société ;

v) analyser les données financières prévisionnelles de la Société produites par son management avec le concours de leurs conseils ;

vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;

vii) analyser les travaux d'évaluation mis en œuvre par les banques présentatrices et expliquer les différences d'approche et de résultat ;

viii) rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- du projet de note d'information relative à l'Offre du 7 novembre 2023 ;
- du projet de note en réponse relatif à l'Offre ;
- des comptes annuels publiés par la Société pour les exercices 2018 à 2022 ;
- des comptes semestriels publiés par la Société pour les exercices 2022 et 2023 ;
- du plan d'affaires réalisé début 2023 par le management et ses conseils dans le cadre du projet « Domino » qui a conduit à l'entrée au capital de EW Healthcare ;
- du plan d'affaires révisé du 5 novembre 2023 ;
- du rapport d'évaluation du 6 novembre 2023 des banques présentatrices ;
- de la « *Put Option for the Investment in Boiron Développement* » du 4 juillet 2023 et ses annexes ;
- des statuts de Boiron Développement ;
- de « l'*Investment Agreement* » signé le 4 octobre 2023 entre deux fonds détenus par EW Healthcare et les sociétés SODEVA et SHB ainsi que ses annexes, comprenant notamment le pacte d'actionnaires et le contrat d'émission d'obligations convertibles ;
- le « *Deed of Completion* » du 20 octobre 2023 portant sur le transfert de 69,85 % du capital de Boiron à Boiron Développement ;
- l'acte réitératif du 20 octobre 2023 portant sur le transfert des titres Boiron détenu par le FCPE Boiron à Boiron Développement ;
- des contrats d'apports de titres Boiron à Boiron Développement, effectués par Sodeva, SHB, le FCPE Boiron et des personnes physiques liées à la famille Boiron ;
- du rapport du commissaire aux apports relatif aux apports réalisés par Sodeva, SHB, le FCPE Boiron et des personnes physiques liées à la famille Boiron ;
- des courriels et courriers envoyés par des actionnaires minoritaires à la Société à la suite de l'annonce de l'Offre.

Nous avons principalement utilisé les bases de données financières Eikon de LSEG[8] et Epsilon Research, ainsi que les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables ainsi que les données publiées par le cabinet Xerfi dans son étude « Le marché de la santé naturelle d'ici 2025 » de mai 2023.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction de Boiron nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

[8] ex Thomson-Reuters, ex Refinitiv.

3 | PRESENTATION DE BOIRON

3.1 Activité et historique

3.1.1 Présentation générale de la société

Boiron est une société anonyme cotée dont les titres sont admis à l'échange sur la place de Paris Euronext (BOI, ISIN : FR0000061129) et qui est immatriculée sous le numéro 967 504 697 au registre du commerce et des sociétés du greffe de Lyon depuis le 19 septembre 1967. Son siège social est situé à Messimy (69510), au 2 avenue de l'Ouest Lyonnais.

Fondée par les frères Boiron il y a plus de 50 ans, le Société fut pionnière en matière de recherche et de fabrication de médicaments homéopathiques et a contribué à la reconnaissance et au développement de l'homéopathie à travers le monde. Aujourd'hui, elle est présente dans près de 50 pays et est le leader mondial dans son secteur.

L'activité de Boiron s'articule autour de trois principaux segments :

- **Les médicaments homéopathiques à nom commun (HNC) :**

  Il s'agit de l'ensemble des produits homéopathiques fabriqués à partir d'une souche unique et qui ne font pas l'objet d'une indication thérapeutique spécifique. Ce segment représentait 35 % du chiffre d'affaires du Groupe en 2022.

- **Les spécialités homéopathiques :**

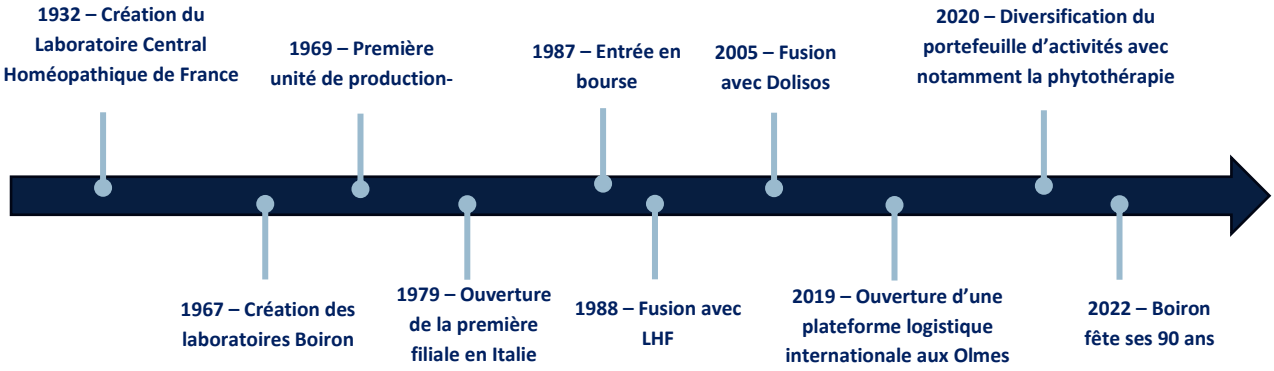
  Ces médicaments portent une indication thérapeutique. Leur composition a été mise au point pour traiter un problème donné. Ils regroupent les produits développés et vendus sous leur nom ou marque propre (par exemple Rhinallergy, Homéoplasmine ou encore Oscillococcinum). Cette activité comptait pour 52 % du chiffre d'affaires du Groupe en 2022.

- **Les autres produits de santé :**

  Cette catégorie, qui regroupe notamment les compléments alimentaires, les cosmétiques, les diagnostics et tests rapides ou encore le CBD, est moins mature que les deux premiers segments. En conséquence, elle représente les meilleures opportunités de croissance pour le Groupe, qui souhaite développer ces activités dans le futur. En 2022, cette catégorie représentait 13 % du chiffre d'affaires du Groupe.

Lors de la clôture de l'exercice 2022, le Groupe employait 2 800 personnes à travers le monde et réalisait un chiffre d'affaires total de 534,2 millions d'euros, pour un résultat d'exploitation de 63,4 millions d'euros et un résultat net part du groupe de 44,7 millions d'euros.

3.1.2 Historique



En 1932, les frères Jean et Henri Boiron créent avec René Baudry le « Laboratoire Central Homéopathique de France », engagé dans la fabrication de médicaments homéopathiques. Ils développent par la suite deux entités, l'une basée à Paris, les « Laboratoires Homéopathiques Modernes » (LHM), l'autre à Lyon, la « Pharmacie Homéopathique Rhodanienne » (PHR). Pionniers en matière de recherche et de procédés de fabrication, les frères Boiron participent au développement et à la reconnaissance de l'homéopathie en France et dans le monde. Tandis que leurs sociétés prospèrent, une monographie « Préparations homéopathiques » est introduite à la Pharmacopée française en 1965, entrainant le début du remboursement de l'homéopathie par la Sécurité sociale.

En 1967, les Laboratoires Boiron sont créés à la suite de l'union de PHR et LHM. Boiron devient alors le leader mondial de l'homéopathie. En 1969, les laboratoires Boiron créent leur première unité de production, dans le 8ème arrondissement de Lyon.

En 1979, le groupe commence son expansion internationale avec l'ouverture d'une filiale en Italie. Il poursuit ensuite son internationalisation dans les années 1980 par l'ouverture de filiales aux USA, en Espagne, en Suisse et au Canada. Fort de son succès, il s'introduit en Bourse en 1987 sur le deuxième marché de Lyon et fait l'acquisition des laboratoires LHF, alors numéro trois français de l'homéopathie.

Durant les années 1990, le groupe se développera fortement et continuera son expansion, notamment dans les pays d'Europe de l'Est.

En 2004, le remboursement de l'homéopathie par la Sécurité sociale connait une première réduction, passant de 65 % à 35 %. Cet évènement ne freine pas la croissance des Laboratoires Boiron qui fusionnent avec le laboratoire français Dolisos l'année suivante, renforçant sa présence sur le marché français et à l'international. La même année, le Groupe ouvre des filiales au Brésil, en Russie et en Belgique.

En 2013, le Groupe transfère son siège social à Messimy dans les monts du Lyonnais et y achète 17 hectares de terrain pour agrandir son site et y installer une ligne de production. Fort d'une capacité de production accrue, le Groupe décide de se développer en Asie en créant Boiron India et Boiron Hong-Kong en 2016 et en 2017. En 2019, une plateforme logistique est ouverte sur un site de plus de 18 000m² aux Olmes, dans l'ouest lyonnais, afin de garantir la distribution internationale de la production.

En 2019, après plusieurs mois de remise en cause publique de l'efficacité de l'homéopathie par des professionnels de santé et un arrêt négatif de la Haute Autorité de Santé, le gouvernement français décide de mettre un terme au remboursement des médicaments homéopathiques : le pourcentage de remboursement passe de 30 % en 2019, à 15 % en 2020, puis 0 % à partir de 2021.

Les effets de cette décision se font sentir dès 2020, Boiron annonçant son intention de supprimer 646 postes en France et de vendre ou de fermer 13 de ses 31 sites. Le Groupe prend également la décision de diversifier son activité, notamment vers les produits phytothérapeutiques.

En janvier 2021, Boiron annonce un partenariat avec la société britannique Emmac Life science, spécialisée dans le cannabis thérapeutique, ce dernier lui permettant d'envisager la structuration d'une filière française autour de ce produit.

En 2022 Boiron poursuit sa stratégie de diversification en rachetant la start-up de cosmétiques sur-mesure, Abbi.

Fin 2022 le Groupe lance sa boutique en ligne. Elle référence 32 produits (compléments alimentaires, cosmétiques et solutions de rangement).

Durant le premier semestre 2023, le Groupe poursuit son projet de diversification vers le cannabis thérapeutique en signant un accord avec la société allemande Avextra Ag.

En juillet 2023, accompagné par l'investisseur EW Healthcare, le groupe annonce son intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) avec l'intention de se retirer de la cote.

3.1.3 Positionnement stratégique et modèle économique

Depuis sa création en 1932 et jusqu'à ces dernières années, le Groupe a mis en œuvre une stratégie de croissance aussi bien interne (augmentation des capacités de production, ouverture de filiales internationales) qu'externe

(multiples acquisitions), et s'est appuyé sur sa marque pour devenir le leader incontesté, français puis mondial, de la production et de la distribution de médicaments homéopathiques.

Dans son étude « le marché de la santé naturelle d'ici 2025 » de mai 2023, Xerfi indique que malgré les tensions sur le pouvoir d'achat des consommateurs causées par les crises successives liées au Covid et à la guerre en Ukraine, le secteur de la santé naturelle s'est globalement montré résilient. Cette dynamique ne s'applique néanmoins pas à l'homéopathie qui a connu des difficultés, notamment en France.

En effet, Xerfi constate que le déremboursement total de l'homéopathie en France, acté en 2021, a fortement impacté les Laboratoires Boiron. Les ventes de médicaments à nom commun ont diminué de 15 % en 2022 après avoir baissé de 40 % un an plus tôt. L'homéopathie de spécialité, bien qu'essentiellement achetée en automédication et qui n'a donc jamais été remboursée, a également connu une chute sans précédent, dans un contexte où l'efficacité de l'homéopathie s'est vue de plus en plus remise question. Ces revers ont amené le Groupe à une opérer une restructuration drastique de ses activités :

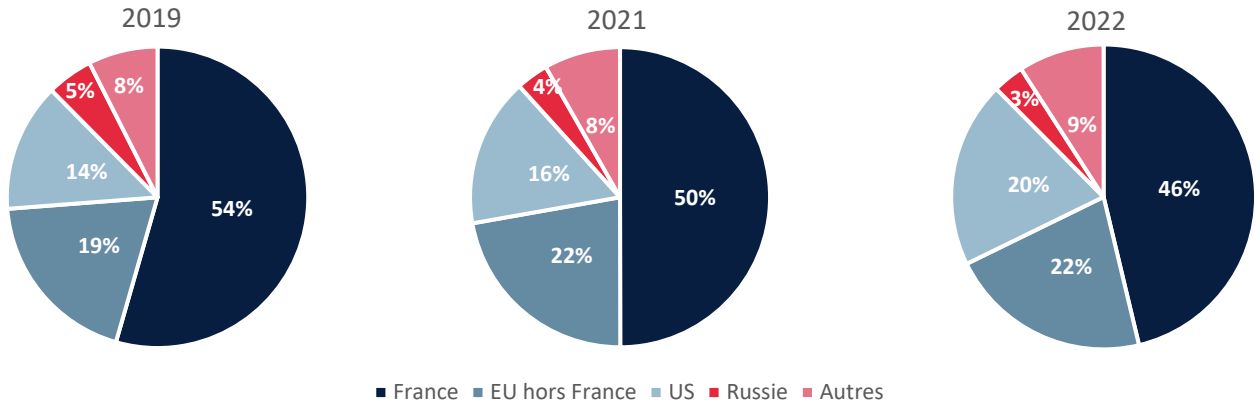
- la fermeture du site de Montrichard ;
- la fermeture d'une dizaine de plateformes régionales de préparations magistrales ;
- la suppression de 450 postes.

Fin 2022 et à la suite de cette restructuration, le chiffre d'affaires global a nettement rebondi grâce aux effets conjugués :

- **d'une expansion continue à l'international :**

Bien qu'en recul en France avec un chiffre d'affaires de 247 m € en 2022 contre 303 m€ en 2019, le Groupe a réussi à revenir à un niveau d'activité presque équivalent à 2019 grâce à son développement international, comme le montrent les graphiques présentés ci-dessous.

Evolution du chiffre d'affaires par zone géographique

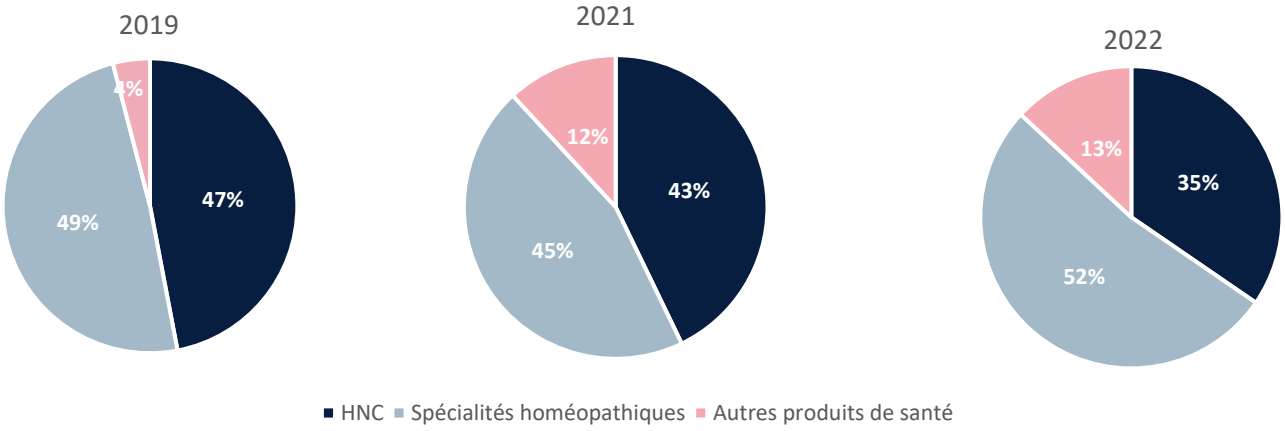


Le chiffre d'affaires réalisé aux USA a connu la plus forte croissance avec progression de 37,4 % pour un total de 106 m€ enregistré en 2022 contre 77 m€ en 2019. A fin juin 2023, le groupe est présent dans près de 50 pays grâce à ses 23 filiales et plus de 20 distributeurs :

- **du développement de nouvelles activités :**

Engagé dans la diversification de son portefeuille produits, Boiron a investi le segment des probiotiques depuis fin 2020 en commercialisant dans les pharmacies françaises la gamme Osmobiotic de l'Italien Probiotical. Parallèlement, Boiron a investi de nouveaux marchés, notamment le diagnostic (tests Covid et tests combinés Covid-grippe) et les dermocosmétiques bio. Le groupe a également pris le contrôle d'Abbi en début d'année 2022, une start-up spécialisée dans la cosmétique sur-mesure à partir de diagnostics de peau réalisés par une intelligence artificielle. Ces nouveaux produits mis sur le marché depuis 2020 lui ont permis de générer 54 m€ de chiffre d'affaires en 2021, puis 70 m€ en 2022 (soit près de 13% de son chiffre d'affaires consolidé 2022).

Evolution du chiffre d'affaires par catégorie de produit



En 2023, le Groupe a déclaré poursuivre sa démarche de diversification (lancement un gel crème concentré en CBD naturel par ex.) et poursuit ses efforts pour se lancer sur le marché très prometteur du cannabis thérapeutique en France dès que la réglementation le permettra. Afin de se positionner sur ce secteur, le Groupe participe depuis 2021 aux essais cliniques demandés par le gouvernement et a mis en place des partenariats, notamment avec le britannique Emmac Life sciences, et avec la société allemande Avextra dans laquelle il a investi 5 m€ durant le premier semestre 2023, sous la forme d'un prêt convertible en actions.

Compte tenu de ce qui précède, Xerfi considérait en mai 2023 que Boiron pourrait devenir un leader de la santé naturelle compte tenu (i) du fort potentiel de sa marque, (ii) d'une capacité démontrée à se développer sur de nouveaux marchés, (iii) de sa culture de l'innovation et (iv) de ses ressources financières considérables.

Depuis, certains éléments sont venus assombrir ces perspectives, et en particulier :

- La dégradation de l'activité relative aux produits homéopathiques au S1 et au T3 2023 s'avère plus rapide que prévue, avec notamment une poursuite de l'érosion du chiffre d'affaires sur le HNC en France et une incertitude sur celui des spécialités homéopathiques, compte tenu du retard dans les pathologies hivernales induit par un automne estival.

- Le chiffre d'affaires « autres produits de santé », porté jusque-là par la vente de tests Covid, est attendu en net recul en 2023. Bien que plusieurs projets de diversifications soient en cours de développement sur ce segment, aucun n'a atteint la maturité qui lui permettrait de prendre le relais de cette activité à court terme.
- La contreperformance d'Abbi en 2023 a conduit le management à déprécier l'intégralité de l'acquisition dans ses comptes.
- La trésorerie qui aurait pu soutenir le Groupe dans ses différents projets de diversification a été en grande partie distribuée au mois d'octobre 2023 dans le cadre général de la présente Offre.

3.2 Analyse historique des comptes publiés

NB : L'analyse présentée infra repose sur les comptes consolidés publiés par la Société, établis selon les dispositions du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne.

3.2.1 Evolution des résultats

Le Groupe clôture ses comptes annuels le 31 décembre. Les résultats consolidés sont présentés dans le tableau ci-après, à compter de l'exercice 2018.

Boiron SA Compte de résultat m€	FY 18 12 m.	FY 19 12 m.	FY 20 12 m.	FY 21 12 m.	S1 22 6 m.	FY 22 12 m.	S1 23 6 m.	TCAM 2018-2022
Medicaments à Nom Commun	287,2	261,9	229,9	195,0	88,9	184,7	87,5	(10,5%)
Spécialités homéopathiques	315,6	272,6	259,6	206,2	121,9	279,7	137,0	(3,0%)
Autres produits de santé	1,4	22,6	24,1	54,0	46,0	69,9	15,4	166,2%
Chiffre d'affaires	**604,2**	**557,1**	**513,6**	**455,2**	**256,8**	**534,2**	**239,9**	**(3,0%)**
% croissance	*(2,2)%*	*(7,8)%*	*(7,8)%*	*(11,4)%*	*n/a*	*17,4 %*	*(6,6)%*	
Coût des produits vendus	(118,1)	(111,7)	(102,5)	(111,8)	(76,9)	(137,1)	(58,7)	3,8%
Coût de préparation et de distribution	(122,9)	(113,9)	(104,3)	(78,8)	(39,5)	(80,6)	(39,7)	(10,0%)
Coût de promotion	(154,1)	(151,5)	(130,9)	(124,0)	(69,3)	(147,1)	(74,8)	(1,2%)
Coût de R&D	(3,6)	(2,9)	(3,3)	(2,8)	(2,7)	(5,7)	(3,0)	12,2%
Coût des affaires réglementaires	(11,2)	(11,1)	(11,1)	(10,6)	(4,3)	(8,8)	(4,5)	(5,9%)
Coût des fonctions support	(68,2)	(60,7)	(59,4)	(56,1)	(30,7)	(63,9)	(32,8)	(1,6%)
Charges d'exploitation	**(478,0)**	**(451,8)**	**(411,5)**	**(384,2)**	**(223,5)**	**(443,1)**	**(213,4)**	**(1,9%)**
% croissance	*n/a*	*-5,5%*	*-8,9%*	*-6,6%*	*n/a*	*15,3%*	*n/a*	
Ebitda	**126,2**	**105,3**	**102,1**	**71,0**	**33,3**	**91,1**	**26,4**	**(7,8%)**
Ebitda en % du CA	*20,9 %*	*18,9 %*	*19,9 %*	*15,6 %*	*13,0 %*	*17,1 %*	*11,0 %*	
Autres charges	(4,3)	(2,7)	(27,4)	(18,7)	(12,3)	(25,2)	(7,4)	55,6%
Autres produits	12,9	3,0	30,7	12,6	3,6	14,5	10,9	3,0%
Dotation aux amort.	(31,5)	(36,0)	(32,6)	(33,4)	(15,6)	(31,8)	(16,0)	0,2%
Dépréciation Goodwill	-	-	-	-	-	(4,0)	(4,3)	
Dot/Repr. de prov.	2,8	(2,7)	(34,6)	15,4	10,9	18,9	8,1	
Résultat opérationnel	**106,0**	**66,9**	**38,2**	**46,8**	**20,0**	**63,4**	**17,8**	**(12,0%)**
RESOP en % du CA	*17,5 %*	*12,0 %*	*7,4 %*	*10,3 %*	*7,8 %*	*11,9 %*	*7,4 %*	
RESOP en % du CA (hors exceptionnels)	*17,1 %*	*12,5 %*	*14,2 %*	*6,9 %*		*8,3 %*	*5,2 %*	
Résultat financier	(2,0)	(2,5)	(1,0)	(0,7)	(2,9)	(4,2)	2,9	20,3%
Impôt société	(46,5)	(23,8)	(11,0)	(17,6)	(4,7)	(14,9)	(5,8)	(24,8%)
Résultat net consolidé	**57,4**	**40,6**	**26,2**	**28,6**	**12,4**	**44,3**	**14,9**	**(6,3%)**
RN en % du CA	*9,5 %*	*7,3 %*	*5,1 %*	*6,3 %*	*4,8 %*	*8,3 %*	*6,2 %*	
Part des minoritaires	(0,0)	(0,1)	0,1	0,0	(0,1)	(0,4)	(0,6)	
RN (part du groupe)	**57,5**	**40,6**	**26,2**	**28,6**	**12,5**	**44,7**	**15,5**	**(6,1%)**

3.2.1.1 Revenus & chiffre d'affaires

Entre 2017 et 2021, Boiron a vu ses revenus baisser de manière constante (-3,0 % par an en moyenne, -12,7 % en France) dans un contexte de remise en cause de l'efficacité de l'homéopathie.

En 2022, les revenus liés aux médicaments homéopathiques à nom commun ont continué de reculer (-5,3 % par rapport à 2021 ; -9,9 % en France). Dans le même temps, le chiffre d'affaires « spécialités homéopathiques » a connu un fort rebond (+35,6 %), aussi bien en France (+33,3 %) qu'à l'international (+36,8 %), grâce au lancement de nouveaux produits. Les autres produits de santé ont également connu une hausse des revenus (+29,3 %), liée à la hausse des ventes des tests Covid. Au global, le chiffre d'affaires a progressé de 17,4 % sur l'année 2022. Il faut

cependant noter qu'en raison de la hausse du dollar au second semestre 2022, le Groupe a bénéficié d'un effet taux de change à hauteur de 17,1 m€. La hausse des revenus à taux de change constant, plus représentative de la dynamique commerciale du groupe, aurait été de 13,6 % en 2022.

A fin septembre 2023, le chiffre d'affaires est en recul de 6,3 %, essentiellement du fait de la baisse des ventes de tests Covid. Hors tests Covid, le chiffre d'affaires ressort en progression de 3 %, porté par le dynamisme des ventes de spécialités homéopathiques (+6,3 %), principalement lors du 1er trimestre 2023 (+19 %). Les médicaments homéopathiques à nom commun enregistrent quant à eux une nouvelle érosion des ventes (-2,5 %).

Le chiffre d'affaires du troisième trimestre 2023 est en recul de 5,7 %. Retraité des ventes de tests Covid, le recul est limité à 2,8 % et s'explique essentiellement par un effet de change négatif avec un dollar élevé au troisième trimestre 2022.

3.2.1.2 Ebitda (hors charges et produits exceptionnels)

Historiquement, la marge sur produits vendus du Groupe fluctue entre 74 % et 80 % avec un point bas historique atteint en 2022 à la suite de l'augmentation progressive des coûts des produits vendus en lien avec un mix produits défavorable[9] et avec les hausses du prix des matières premières et des coûts de production, notamment l'énergie, observés sur le marché après la crise sanitaire et la guerre en Ukraine.

Malgré la baisse d'activité intervenue entre 2017 et 2022 se traduisant par une moindre absorption des coûts de structure, le Groupe est parvenu à redresser son niveau de profitabilité avec une marge d'Ebitda de 17,1 % en 2022, notamment grâce à la diminution des coûts de préparation et de distribution. Au global, les charges d'exploitation hors coûts des produits vendus ont diminué tant en valeur qu'en proportion du chiffre d'affaires sur la période.

A fin juin 2023, la baisse d'activité au premier semestre 2023 a de nouveau généré une baisse de la marge d'Ebitda, cette dernière s'établissant à 11,0 %.

3.2.1.3 Résultat opérationnel (Ebit)

Le résultat opérationnel suit la même évolution relative que celle de l'Ebitda, avec une marge opérationnelle passant de 17,5 % en 2017 à 10,3 % en 2021. La marge opérationnelle était même descendue exceptionnellement à 7,4 % en 2020 à la suite de la mise en place d'un plan de restructuration. Elle est par la suite revenue à 11,9 % en 2022 grâce au rebond de l'activité. Au premier semestre 2023, elle est en baisse de 38 points de base par rapport à l'exercice précédent, en raison d'une nouvelle baisse d'activité.

3.2.1.4 Résultat financier

Le résultat financier n'est pas significatif pour le Groupe, en raison d'un faible recours à l'endettement en lien avec une position de trésorerie très excédentaire. Le résultat financier devient positif au 1er semestre 2023 à 2,9 m€ (vs -2,9m€ en 2022), en raison d'une hausse des produits de placements, liée à la remontée des taux. Le premier semestre 2022 avait par ailleurs été marqué par des charges financières de 1,5m€ en raison de la dépréciation du rouble.

3.2.1.5 Résultat net

Le résultat net en 2022 est en ligne avec la rentabilité opérationnelle et culmine à 44 m€, traduisant une marge nette de 8,4 %. Au premier semestre 2023, en dépit d'une baisse de la marge opérationnelle, il apparait en légère hausse grâce à l'amélioration du résultat financier.

[9] Poids important des ventes de tests Covid dans le chiffre d'affaires, activité sous-traitée à faible marge.

3.2.2 Evolution de la situation bilancielle

Le bilan simplifié du Groupe est présenté dans le tableau ci-après, à compter de l'exercice 2018 :

Boiron SA Bilan-Actif m€	31-déc.-18 12 m.	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	S1 22 6 m.	31-déc.-22 12 m.	S1 23 6 m.
Goodwill	89,6	89,6	89,6	89,6	98,1	94,0	89,7
Autres immos incorp	26,4	27,1	30,1	31,0	32,4	31,9	31,4
Immob. incorp.	116,1	116,7	119,7	120,6	130,5	125,9	121,1
Immos corp	194,7	191,3	174,8	162,8	158,2	152,5	147,8
Droits d'utilisation		6,5	7,3	8,6	7,7	8,0	9,5
Immob. corp.	194,7	197,8	182,2	171,4	165,9	160,5	157,3
Immob. fin.	2,3	2,4	2,8	4,4	5,8	6,1	13,2
Impôts différés actifs	34,3	33,0	35,7	21,9	20,7	19,1	17,6
Autres actifs non courants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actif immobilisé	**313,0**	**316,9**	**304,6**	**296,4**	**302,2**	**292,5**	**291,6**
Créances clients	102,2	104,3	88,9	97,3	79,6	100,5	78,0
Stocks et en-cours	70,7	72,2	85,0	85,6	95,8	96,9	103,6
Autres débiteurs	5,6	4,3	8,6	17,1	10,3	12,1	8,7
Charges constatées d'avance	2,7	3,3	3,1	3,4	4,4	4,4	4,7
Actif courant expl.	**181,2**	**184,1**	**185,7**	**203,4**	**190,1**	**214,0**	**194,9**
Créances d'impôt sur les sociétés	5,0	9,5	8,6	2,8	2,0	1,4	6,6
Autres créances fiscales et sociales	13,6	10,7	10,7	9,3	9,5	9,6	8,2
Actifs destinés à être cédés	2,6	1,5	1,7	2,4	2,0	1,7	1,5
Autres	0,1	0,1	0,1	-	-	0,3	-
Actif courant hors expl.	**21,3**	**21,9**	**21,1**	**14,5**	**13,6**	**12,9**	**16,4**
Trésorerie et équivalents	217,2	208,4	234,7	234,5	244,1	250,9	232,3
Total actif	**767,1**	**764,3**	**781,8**	**770,7**	**770,6**	**789,5**	**752,8**

Au 30 juin 2023, le total de l'actif du bilan consolidé de Boiron SA s'élève à 752,8 m€. Il est composé :

- d'immobilisations incorporelles pour 121,1 m€, dont 89,7 m€ d'écarts d'acquisition liés essentiellement au fonds de commerce Dolisos (70,7 m€) intégré en 2005. Les autres immobilisations incorporelles correspondent essentiellement à des logiciels (22 m€). L'augmentation de 8,5 m€ des écarts d'acquisition en 2022 correspond à l'acquisition d'Abbi en janvier 2022. Le *goodwill* relatif à cette acquisition a été intégralement déprécié au 30 juin 2023.
- des immobilisations corporelles pour 157,3 m€ constituées essentiellement des sites de production détenus en propre et par des matériels et outillages.
- des immobilisations financières pour 13,2 m€, en hausse de 6,1m€ notamment du fait de la souscription à un prêt convertible en actions dans le cadre du partenariat avec la société Avextra Ag.
- des impôts différés actifs d'une valeur de 17,6 m€ qui sont essentiellement imputables à l'économie fiscale future induite par les avantages sociaux comptabilisés au passif du bilan (14,2 m€).
- des actifs courants d'exploitation de 194,9 m€, dont 103,6 m€ de stocks. Les stocks sont en hausse continue depuis 2018, en lien avec un nombre croissant de références commercialisées. Les 8,7 m€ « d'autres débiteurs » correspondent principalement à des avances et des acomptes versés aux fournisseurs.
- des actifs courants hors exploitation pour 16,4 m€, dont 14,8 m€ de dettes fiscales et sociales ainsi que de 1,5 m€ d'actifs destinés à être cédés qui correspondent à des bâtiments en Belgique pour lesquels un compromis de vente a été signé en 2021.
- De la trésorerie, qui s'élevait à 232,3 m€ au 30 juin 2023. Ce montant a été réduit de 180 m€ le 20 octobre 2023, date de paiement du dividende exceptionnel de 10,36 € par action voté par l'assemblée générale de la Société du 16 octobre 2023.

Boiron SA Bilan-Passif m€	31-déc.-18 12 m.	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	S1 22 6 m.	31-déc.-22 12 m.	S1 23 6 m.
Capital social	17,6	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5
Primes	79,9	79,9	79,9	79,9	79,9	79,9	79,9
Réserves et résultats consolidés	388,6	408,1	411,7	434,3	435,3	460,2	453,5
Capitaux propres (pdg)	486,0	505,5	509,1	531,7	532,7	557,6	550,9
Intérêts minoritaires	0,0	(0,0)	0,0	0,0	(0,0)	(0,3)	(0,9)
Capitaux propres	**486,0**	**505,5**	**509,2**	**531,8**	**532,7**	**557,3**	**550,0**
Provisions pour R&C	17,0	17,3	65,1	50,0	39,3	29,5	22,9
Engagements postérieurs à l'emploi	109,2	108,4	85,8	71,6	61,5	60,8	59,8
Emprunts et dettes financières	6,0	6,0	4,7	3,7	17,3	13,8	2,8
Dettes de loyer		7,0	7,8	8,9	8,0	8,4	9,9
Autres dettes							
Emprunts et dettes assimilées	**6,0**	**13,0**	**12,4**	**12,6**	**25,3**	**22,2**	**12,7**
Dettes fournisseurs	48,6	41,4	38,2	44,2	44,1	48,3	39,4
Clients créditeurs	10,3	10,0	10,6	7,6	6,9	9,2	7,7
PCA	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,2	0,4
Passif courant d'expl.	**58,9**	**51,5**	**48,9**	**52,0**	**51,4**	**57,6**	**47,5**
Dettes d'impôts sur les sociétés	2,5	1,9	2,1	1,3	1,8	2,1	1,7
Autres dettes fiscales et sociales	78,8	60,2	54,1	46,5	55,7	56,7	54,2
Dettes sur immos	6,9	4,6	3,6	4,0	2,2	2,5	3,4
Autres	1,7	1,9	0,7	0,9	0,7	0,8	0,6
Passif courant hors expl.	**89,9**	**68,6**	**60,5**	**52,8**	**60,4**	**62,1**	**59,9**
Total passif	**767,1**	**764,3**	**781,8**	**770,7**	**770,6**	**789,5**	**752,8**

Le total du passif du bilan consolidé de Boiron SA au 30 juin 2023 se décompose de la manière suivante :

- 550 m€ de capitaux propres. Ces derniers sont augmentés chaque année par la part du résultat non distribuée en dividendes. Sur les quatre dernières années, le groupe a distribué en moyenne 57 % de son résultat net en dividendes. Le 16 octobre 2023, l'assemblée générale des actionnaires de Boiron a voté la distribution d'un dividende exceptionnel de 10,36 €, soit un montant total de 180 m€ qui a réduit les capitaux propres à 370 m€.
- 22 m€ de provisions pour risques et charges, dont 14,7 m€ de provisions résiduelles concernant la réorganisation débutée en 2020 et qui devrait prendre fin en 2024. Le reliquat correspond essentiellement à des provisions pour retours de marchandises (5,2 m€) et à des provisions pour litiges (2,2 m€).
- 59,8 m€ d'engagements postérieurs à l'emploi, qui se décomposent en 10 m€ d'indemnités de départs à la retraite, 45 m€ d'accord de préparation à la retraite (droit à une diminution du temps de travail sans baisse de salaire jusqu'à 4 ans avant la retraite) et 5 m€ de médailles du travail.
- 12,7 m€ d'emprunts et dettes assimilées, principalement composés de dettes de loyer opérationnels concernant des locations de bureaux et de véhicules de fonction.
- 47,5 m€ de passifs courants d'exploitation, liés principalement aux dettes fournisseurs qui évoluent en fonction du niveau d'activité.
- 59,9 m€ de passifs courants hors exploitation, qui correspondent en grande partie à des dettes fiscales et sociales (55,9 m€).

Au global, le groupe Boiron disposait au 30 juin 2023 d'une structure financière saine, avec une position de trésorerie nette élevée.

3.3 Présentation du plan d'affaires

Deux plans d'affaires nous ont été fournis par le management de Boiron. Un premier plan (ci-après le « **Plan Domino** ») nous a été communiqué dans le courant du mois de septembre 2023. Il avait été préparé par le management et ses conseils en mars 2023 dans le cadre du processus de recherche d'un investisseur. A la suite de la publication de comptes semestriels 2023 décevants et d'un chiffre d'affaires du troisième trimestre confirmant une année 2023 en demi-teinte, le management a pris la décision d'actualiser ce plan d'affaires et de revoir certaines hypothèses structurantes, s'agissant notamment de la dynamique des ventes et d'un projet de croissance externe.

Les méthodes d'évaluation mises en œuvre dans le §4.4 infra s'appuient donc sur un plan d'affaires 2023-2027 révisé par le management et ses conseils en novembre 2023.

Les plans d'affaires du management sont décomposés en cinq activités distinctes combinant l'activité historique du Groupe et des projets de diversification en cours de lancement (ci-après, les « **Initiatives** ») :

- **L'activité historique** (ou, ci-après, le « ***Core Business*** ») : correspond aux activités historiques de la Société, soit les ventes de médicaments à nom commun, les ventes des spécialités homéopathiques ainsi que les ventes de compléments alimentaires, cosmétiques naturels et autres produits de santé.
- L'activité « **Diagnostics** », qui propose des solutions de diagnostics et de tests prêts à l'emploi vendus en pharmacie, dans la lignée des tests Covid déjà commercialisés sous la marque Boiron.
- L'activité **Cannabis & CBD**, qui combine le marché du CBD sur lequel s'est lancé Boiron en 2023, et le marché du cannabis médical sur lequel Boiron a pour ambition de s'inscrire comme un acteur important dès l'ouverture du marché français. Le démarrage des ventes sur ce dernier est toutefois sujet à une incertitude réglementaire très forte et ne devrait pas intervenir avant fin 2024.
- **Abbi** : cette activité reprend le périmètre de l'acquisition de 2022. Le business model de cette activité « *startup* » n'a toutefois pas encore démontré sa viabilité et les résultats décevants de 2022 et 2023 ont conduit le management à déprécier totalement le *goodwill* imputable à cette acquisition.
- Acquisition dans le secteur des **compléments alimentaires** : le management envisageait dans le plan « Domino » une acquisition dans le secteur des compléments alimentaires qui lui aurait permis d'accélérer son développement sur ce segment. La cible n'étant pas identifiée et les résultats décevants de l'année 2023 ayant conduit à différer ce projet à une date indéterminée, cette acquisition n'est plus prise en compte dans le plan révisé de novembre 2023.

Les plans d'affaires présentent des prévisions individualisées pour chacune des activités du Groupe couvrant le compte de résultat jusqu'à l'EBIT ainsi que les investissements et la variation de BFR. Les principales hypothèses retenues pour chaque activité sont synthétisées ci-après.

3.3.1 Plan d'affaires *Core Business* :

- **Chiffre d'affaires** : Compte tenu des revenus constatés jusqu'au 3T2023, le management anticipe une année 2023 en retrait significatif par rapport à 2022 (-8,3 %) suivie d'une reprise progressive de la croissance l'activité sur la période 2024- 2027. La cible de croissance du chiffre d'affaires prévue dans le plan d'affaires Domino a toutefois été maintenue en 2027. Cette évolution s'explique notamment par des difficultés anticipées sur le segment des médicaments à nom commun en France, partiellement compensées par un bon maintien, voire une poursuite de l'accélération de la croissance, sur le segment des spécialités homéopathiques, notamment aux Etats-Unis et en Europe de l'Est.
- **Marge opérationnelle** : Le management prévoit une baisse de la marge opérationnelle en 2023 par rapport à 2022 mais anticipe ensuite un redressement rapide dès 2024 suivi d'une progression de cet indicateur sur l'horizon 2024-2027 induite par la croissance du chiffre d'affaires et des économies de coûts.
- **Investissements** : Les investissements récurrents prévus par le management sur la durée du plan ressortent cohérents avec le montant décaissé en 2022. Des investissements exceptionnels sont par ailleurs prévus entre 2023 et 2025 pour permettre la modernisation du Groupe ainsi que le lancement des activités « Initiatives »[10].
- **BFR :** Le management a produit des prévisions de variation de BFR basées sur une part normalisée de la croissance du chiffre d'affaires fixée à partir de certains indicateurs pertinents[11] issus des travaux de *due*

[10] Par simplification, nous avons considéré que l'intégralité des investissements anticipés par le management seront assumés par l'activité historique.

[11] Durée moyenne de rotation de stocks (DIO) de 55,9 jours, délai de paiement des clients (DSO) de 48,7 jours et délai de paiement des fournisseurs (DPO) de 43,4 jours.

diligence réalisés dans le cadre de l'Opération. Nous relevons que cette approche conduit à un niveau de BFR rapporté au chiffre d'affaires cohérent avec le ratio observé dans les comptes 2022.

- **Taux d'impôt sur les sociétés :** Ce taux a été estimé par nos soins à un niveau marginal théorique légèrement inférieur à 26 %, compte tenu de la répartition géographique des activités du Groupe et de la prise en compte de la contribution sociale en France.

3.3.2 Plan d'affaires Diagnostics :

- **Chiffre d'affaires** : Cette activité se caractérise par des revenus pour partie aléatoires et/ou cycliques, potentiellement liés aux virus saisonniers dont la survenance et l'ampleur ne sont pas prédictibles. Ce phénomène est illustré par l'effondrement en 2023 du chiffre d'affaires généré par la vente de tests Covid. Le management a retenu ici une approche « lissée » en maintenant un socle de chiffre d'affaires issu de la vente de tests Covid et en modélisant le développement rapide d'une gamme de tests plus diversifiée. Il en résulte une croissance à deux chiffres de l'activité par rapport un point bas en 2023.
- **Marge opérationnelle** : L'essentiel de la production des tests étant sous-traitée, le management prévoit une marge opérationnelle limitée sur cette activité, en ligne avec ce qui a pu être observé sur les ventes de tests Covid.
- **BFR :** Par simplification, nous avons considéré que le niveau de BFR relatif au chiffre d'affaires anticipé pour le Groupe s'appliquait à chacune de ses activités.

3.3.3 BP Cannabis & CBD :

- **Chiffre d'affaires** : Compte tenu du démarrage des deux activités (CBD et cannabis médical), la croissance attendue du chiffre d'affaires ressort très élevée sur l'intégralité de l'horizon de prévision. Le niveau de chiffre d'affaires qui serait finalement atteint ainsi que la date de démarrage s'agissant de l'activité de cannabis médical, sont toutefois soumis à de fortes incertitudes, commerciales et réglementaires.
- **Marge opérationnelle** : Le management prévoit une marge opérationnelle élevée sur ces activités, proche de la fourchette haute des niveaux observés au sein de notre échantillon de comparables boursiers dédié[12].
- **BFR :** Par simplification, nous avons considéré que le niveau de BFR relatif au chiffre d'affaires anticipé pour le Groupe s'appliquait à chacune de ses activités.

3.3.4 BP Abbi :

- **Chiffre d'affaires** : La croissance anticipée pour cette activité a été fortement revue à la baisse à la suite de de résultats décevants ayant mené à la dépréciation de l'intégralité du goodwill généré par cette acquisition dans les comptes semestriels 2023 de Boiron. Le plan du management prévoit une nette accélération de la croissance du chiffre d'affaires en 2024 suivie d'une relative stabilisation de cette croissance sur la période 2025-2027. De manière générale, la contribution de cette activité au chiffre d'affaires global du Groupe est anticipée comme durablement très marginale.
- **Marge opérationnelle** : Le management prévoit une marge opérationnelle élevée sur cette UGT, significativement supérieure à celle des activités historiques du Groupe.
- **BFR :** Par simplification, nous avons considéré que le niveau de BFR relatif au chiffre d'affaires anticipé pour le Groupe s'appliquait à chacune de ses activités.

[12] Cf. annexe 8.4.2

3.3.5 Horizon retenu

Compte tenu du niveau relativement élevé de la croissance anticipée à la fin du plan pour les projets de diversification, nous avons fait le choix méthodologique de prolonger la totalité des plans d'affaires jusqu'en 2030 afin de modéliser une convergence plus progressive vers le taux de croissance à l'infini.

3.4 Comparaison avec le consensus des analystes financiers

3.4.1 Méthodologie

La société étant suivie par trois analystes financiers réalisant des prévisions sur un horizon de trois ans, nous avons pu comparer les prévisions issues des deux plans produits par le management à celles ressortant du consensus des analystes.

Pour ce faire, nous avons collecté les prévisions présentées dans les notes publiées par les analystes à la date d'annonce de l'opération[13] et les avons agrégées pour construire un compte de résultat et un bilan prévisionnel. L'horizon de prévision des analystes étant plus court que celui retenu dans les plans du management, nous avons ensuite extrapolé ces résultats jusqu'en 2030 en visant une cible normative.

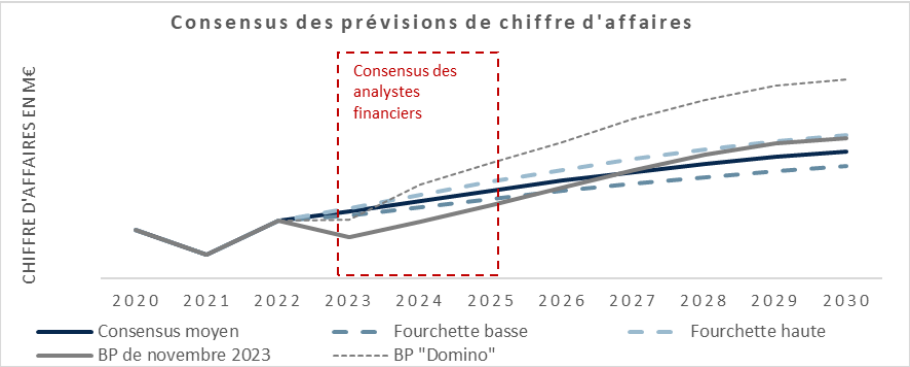
L'incertitude autour de ce consensus moyen a également été estimée en réalisant un exercice identique, retenant les prévisions minimales et maximales observées au sein de l'échantillon.

3.4.2 Liste des analystes entrant dans le consensus

Les analystes financiers suivant la valeur ainsi que leurs recommandations et leurs objectifs de cours sont présentés §4.3.5 du présent rapport.

3.4.3 Principaux agrégats

3.4.3.1 Chiffre d'affaires :

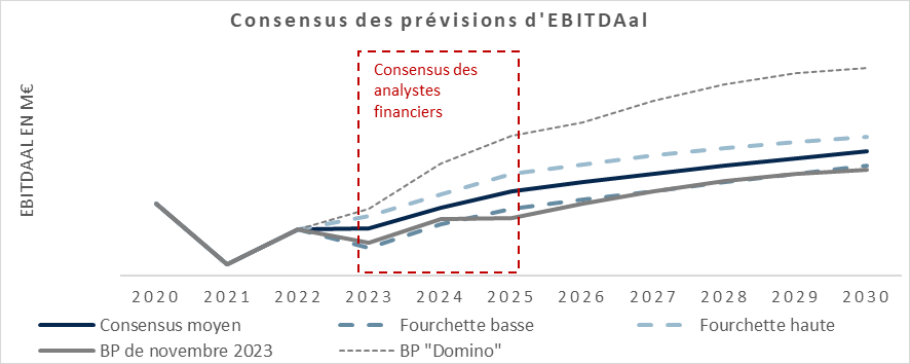


Sur l'horizon de prévision des analystes, soit la période 2023-2025, l'évolution du chiffre d'affaires ressort proche de 4 % par an, avec une fourchette haute légèrement supérieure à 5 %. Si ces prévisions ressortent relativement[14] cohérentes avec celle du plan d'affaires « Domino » produit par le management au cours du S1 2023, elles divergent du plan d'affaires ajusté de novembre 2023 du fait de résultats 2023 significativement en retrait par rapport aux prévisions.

Sur la période 2026-2030, nous relevons toutefois que les prévisions du plan d'affaires ajusté convergent vers la fourchette haute du consensus extrapolé des analystes financiers.

[13] Afin d'éviter un éventuel biais induit par l'annonce de l'Offre dans les prévisions.
[14] Les analystes ayant produit ces prévisions avant la publication des résultats semestriels

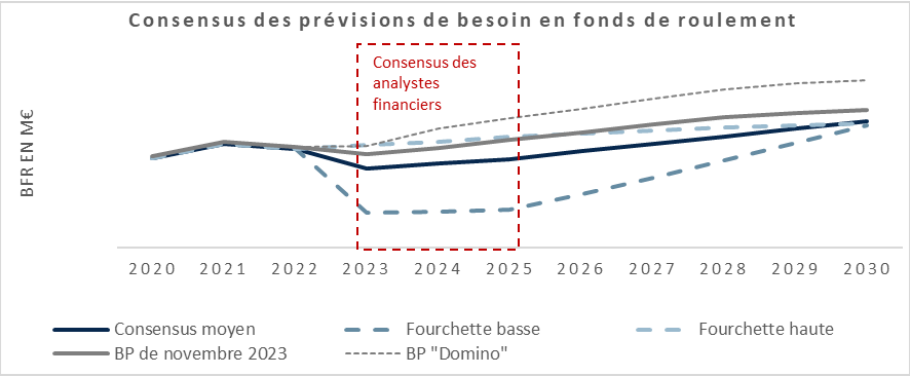
3.4.3.2 EBITDAal (EBITDA *after lease*, soit retraité de l'effet de la norme IFRS 16) :



Note méthodologique : les EBITDAal présentés ci-dessus ont été estimés à partir de la moyenne des taux de marge par rapport au chiffre d'affaires anticipés par les analystes financiers. Le passage de l'EBITDA, agrégat présenté par les analystes financiers, à l'EBITDAal a été réalisé par nos soins en indexant sur les trois prochaines années le niveau d'amortissement de l'actif de droit d'usage et des frais financiers liés à la dette locative de 2022 sur les prévisions de dotation aux amortissement réalisées par les analystes financiers.

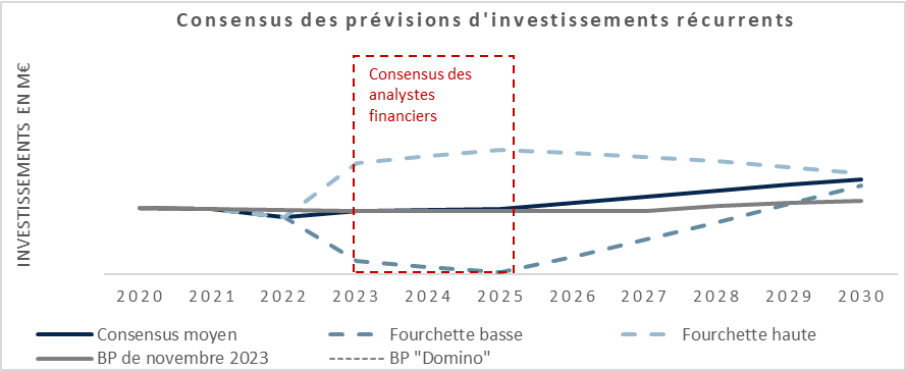
Sur leur horizon de prévision, les analystes anticipent un niveau marge d'EBITDA compris entre 16,4 % et 18,7 % qui impliquent une marge d'EBITDAal comprise entre 15,5 % et 17,7 %, soit des niveaux cohérents avec ceux anticipés par le management dans la dernière version de son plan d'affaires. Compte tenu de la révision à la baisse des projections de chiffre d'affaires sur 2023-2025, l'EBITDAal en valeur absolue anticipé par le management dans la dernière version de son plan ressort toutefois très proche de la fourchette basse des prévisions des analystes.

3.4.3.3 Besoin en fonds de roulement :



Le besoin de fonds de roulement modélisé par le management dans la version la plus à jour de ses prévisions ressort cohérent avec la fourchette haute anticipée par les analystes financiers.

3.4.3.4 Investissements :



Le niveau d'investissements récurrent anticipé par les plans d'affaires du management (identique dans les deux cas) ressort très proche de celui qui avait été anticipé en moyenne par les analystes financiers.

4 | TRAVAUX D'EVALUATION

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Après avoir examiné les accords conclus dans le cadre de l'Offre et avoir déterminé les éléments communs nécessaires à nos travaux d'évaluation, nous avons identifié les critères et les méthodes jugés pertinents au cas d'espèce et les avons mis en œuvre.

4.1 Analyse des accords conclus dans le cadre de l'Offre

Afin de nous assurer de l'absence d'élément susceptible de remettre en cause le principe de l'équité de traitement entre les actionnaires, nous avons étudié les contrats conclus en juillet 2023 (« *Put Option for the Investment in Boiron Développement* ») ainsi que ceux conclus en octobre 2023, et en particulier l'« *Investment Agreement* » signé le 4 octobre 2023 entre deux fonds appartenant à EW Healthcare, les sociétés Sodeva et SHB et des personnes physiques.

Ces accords prévoient les conditions de l'entrée au capital de Boiron Développement d'EW Healthcare par augmentation de capital en numéraire ainsi que celles du réinvestissement des actionnaires historiques, par apport de titres Boiron et souscription à un emprunt obligataire convertible en actions ordinaires Boiron Développement. L'intégralité de ces opérations ayant eu lieu postérieurement au 18 octobre 2023, date de versement d'un dividende exceptionnel de 10,36 € par action Boiron, elles ont été réalisées au prix d'Offre coupon détaché de 39,64 €.

Dans ce cadre, dans un premier temps, le Concert Familial Boiron et le FCPE Boiron ont transféré, par cession de titres et apport, leurs actions Boiron à la société Boiron Développement, créée ad hoc pour les besoins de l'opération. A la suite de ces opérations, Boiron Développement s'est trouvé détenir 75,6 % du capital de Boiron. Les acquisitions de titres Boiron ont été financées par (i) emprunt bancaire[15] (ii) des obligations convertibles (ci-après les « **OC_{2023}** ») souscrites par Sodeva et SHB à hauteur de 85,4 m€[16], (iii) un crédit-vendeur de 36,6 m€[17] accordé par Sodeva et SHB, et (iv) une augmentation de capital réservée souscrite par EW Healthcare à hauteur de 90 m€[18].

Nous avons pu vérifier que l'intégralité de ces opérations avaient bien été réalisées sur la base d'un prix fixé par transparence avec le prix d'Offre (coupon détaché) et que les conditions juridiques prévues dans le projet de contrat des OC_{2023} annexé à *l'Investment Agreement* du 4 octobre 2023 ne comportaient pas d'élément susceptible de remettre en cause le principe d'équité de traitement entre les actionnaires, notamment sur les points suivants :

- le taux d'intérêt annuel versé ressort inférieur à celui qui aurait pu être exigé par un prêteur senior au niveau Boiron SA pour un horizon de 5 ans à fin octobre 2023 (cf. coût de la dette présenté dans notre appréciation du taux d'actualisation §4.2.3 infra) ;
- la prime de non-conversion prévue porte le TRI de l'investissement à 6,3 % dans ce cas de figure, niveau cohérent avec le coût de la dette estimé §4.2.3 infra et significativement inférieur à la fois au TRI de 12 % exigé par EW Healthcare dans sa clause de liquidité (cf. infra) et au CMPC estimé par nos soins pour Boiron de 10,8 % (cf. §4.2.3 infra) ;
- la parité de conversion est égale au prix d'Offre, par transparence.

Nous avons également pu consulter le projet de Pacte d'Associés annexé à *l'Investment Agreement* du 4 octobre 2023, signé le 20 octobre 2023. Ce dernier, outre les clauses habituelles prévues en cas de cession (droit de préemption, droit de sortie conjointe, obligation de sortie conjointe), prévoit l'inaliénabilité des titres des Associés sur une période de 4 ans. Par ailleurs, EW Healthcare bénéficie d'une clause de liquidité lui permettant d'imposer à

[15] Dont le montant maximum sera de l'ordre de 201 m€ en cas de retrait obligatoire.
[16] Converties intégralement en actions Boiron Développement en cas de retrait obligatoire.
[17] Remboursé en cas de retrait obligatoire.
[18] Portée à 126,6 m€ en cas de retrait obligatoire.

Sodeva et SHB le rachat de ses titres à un prix lui assurant un TRI 12 % en cas d'échec de la procédure de liquidité prévue contractuellement à l'issue d'une période de 6 à 7 ans. Cette clause, dont l'exercice est soumis à plusieurs aléas, et portant sur les seuls titres Boiron Développement détenus par EW Healthcare, qui n'est pas un actionnaire historique de Boiron, n'a pas d'impact direct sur la valeur des actions Boiron SA détenus par l'Initiateur et ne constitue pas un prix garanti. S'il est possible que cette clause ait pu avoir un impact dans les négociations ayant mené à la fixation du prix d'acquisition des titres Boiron SA, et donc sur le prix d'Offre, nous relevons qu'elle vise à protéger l'Investisseur au détriment des actionnaires familiaux et que cet éventuel impact aurait donc été nécessairement positif sur le prix payé par ce dernier.

Compte tenu de ce qui précède, nous considérons que les différents accords conclus dans le cadre de l'Offre ne remettent pas en cause l'équité de traitement entre les actionnaires de Boiron et n'ont donc pas d'impact sur notre appréciation de l'équité du prix d'Offre.

4.2 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.2.1 Nombre de titres

Boiron Nombre d'actions pris en compte	30-sept.-23
Nombre d'actions composant le capital	17 545 408
Actions autodétenues	(183 133)
Nombre d'actions retenu	**17 362 275**

Les présents travaux d'évaluation s'appuient sur un nombre d'actions inscrit à la côte ajusté des actions auto détenues par Boiron au 30 septembre 2023, soit 17 362 275 actions.

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

Boiron Eléments de passage de la VE à la VCP m€	31-déc.-22	Var.	30-juin-23
Dette financière	(22)	9	(13)
Annulation de la dette de loyer IFRS 16	8	1	10
Disponibilités et équivalents	251	(19)	232
dont trésorerie Russe	10	(0)	10
Position financière nette	**237**	**(8)**	**229**
Dividende exceptionnel du 18 octobre 2023	(180)	-	(180)
Position financière nette ajustée (1)	**57**	**(8)**	**50**
Intérêts minoritaires	-		-
Provisions pour R&C	(30)	13	(17)
Provisions pour retraite	(61)	1	(60)
Actif d'impôt sur engagements sociaux	14	(0)	14
Autres actifs d'impôts	5	(1)	4
Actifs financiers	6	7	13
Normalisation du BFR	-		-
Autres éléments	**(65)**	**19**	**(46)**
Total	**(8)**	**11**	**4**

(1) hors dette de loyer IFRS 16 et dividende exceptionnel, mais y compris trésorerie Russe.

La position financière nette au 30 juin 2023 retenue a été déterminée à partir des comptes consolidés semestriels de Boiron. Nous avons fait le choix de présenter une position financière nette hors dette de loyer IFRS 16[19] et postérieure au versement du dividende exceptionnel de 10,36 € par action Boiron. Cette présentation implique que les résultats issus des méthodes d'évaluation mise en œuvre infra se comparent au prix d'Offre coupon détaché de 39,64 €, et non au prix d'Offre coupon attaché de 50 €.

[19] En cohérence avec l'approche retenue dans les méthodes d'évaluation, où nous avons traité les loyers opérationnels comme des charges.

Nous avons également fait le choix de maintenir dans la position financière nette la trésorerie accumulée dans la filiale russe du Groupe (+10 k€), non disponible actuellement compte tenu du contrôle des changes et des restrictions de transferts mis en place depuis le début de la crise russo-ukrainienne.

Ces montants de dettes financières et de disponibilités ont ensuite été ajustés des éléments suivants :

- les intérêts minoritaires négatifs comptabilisés à la suite de l'acquisition d'ABBI ont été négligés (0,9 m€) ;
- les provisions pour risques et les provisions pour charges ont été reprises pour leur montant au bilan, ajusté de l'économie d'impôt qu'elles généreront dans le futur ;
- les provisions pour engagements postérieurs à l'emploi ont été reprises à leur valeur bilancielle, non retraitée de l'économie d'impôt qu'elles génèreront, ce montant étant comptabilisé par le management en actifs d'impôt différés pris en compte infra ;
- les actifs d'impôt différés qui intègrent, notamment, l'économie fiscale liée aux engagements postérieurs à l'emploi ainsi que les reports déficitaires récupérables par la Société[20] ;
- les actifs financiers au bilan, en nette augmentation à fin mars 2023 du fait notamment de la comptabilisation d'un prêt accordé dans le cadre d'un partenariat ;
- l'écart entre le BFR issu des comptes à fin juin 2023 et le BFR normalisé retenu dans le plan d'affaires ressortant non significatif, aucun ajustement à ce titre n'a été retenu dans les éléments de passage.

4.2.3 Taux d'actualisation

Appréciation du taux d'actualisation	Référence / Calcul	31-oct.-23					
		Core business			ABBI	Diagnostics	CBD & Cannabis
		F. basse	Val.centrale	F. haute			
Estimation du bêta anticipé :							
Bêta de l'actif économique	β_u	**0,56**	**0,77**	**0,97**	**0,77**	**0,77**	**1,67**
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	(5,7)%	(2,9)%	-	-	-	-
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,8 %	25,8 %	25,8 %	25,8 %	25,8 %	25,8 %
Bêta avec levier	β_L	0,53	0,74	0,97	0,77	0,77	1,67
TRI implicite *ex-ante* du marché	TRI_M	**9,3 %**	**9,3 %**	**9,3 %**	**9,3 %**	**9,3 %**	**9,3 %**
Taux sans risque (10 ans)	R_{f10}	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	**6,5 %**	**6,5 %**	**6,5 %**	**6,5 %**	**6,5 %**	**6,5 %**
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_o + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	**3,5 %**	**3,5 %**	**3,5 %**	**3,5 %**	**3,5 %**	**3,5 %**
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	**2,9 %**	**2,9 %**	**2,9 %**	**2,9 %**	**2,9 %**	**2,9 %**
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	**1,6 %**	**2,2 %**	**2,8 %**	**2,2 %**	**2,2 %**	**4,9 %**
Prime de taille observée	A	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Biais de prévision small cap	B	(1,3)%	(0,6)%	-	3,0 %	2,7 %	6,4 %
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	**0,7 %**	**1,4 %**	**2,0 %**	**5,0 %**	**4,7 %**	**8,4 %**
Prime de risque pays	Π_P	**0,8 %**	**0,8 %**	**0,8 %**	**0,1 %**	**0,1 %**	**0,1 %**
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	**9,5 %**	**10,8 %**	**12,0 %**	**13,7 %**	**13,5 %**	**19,8 %**
Taux sans risque	R_{fS}	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %
Spread de crédit	S_C	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
Prime de risque pays	Π_P	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_{f7} + S_C + \Pi_P$	**6,9 %**	**6,9 %**	**6,9 %**	**6,2 %**	**6,2 %**	**6,2 %**
Charge d'intérêt après IS	$k_{dIS} = K_d \times (1 - T_{IS})$	5,1 %	5,1 %	5,1 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	**(6,1)%**	**(3,0)%**	**-**	**-**	**-**	**-**
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC_€ = L_{VE} \times K_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times K_e$	**9,5 %**	**10,8 %**	**12,0 %**	**13,7 %**	**13,5 %**	**19,8 %**
Inflation cible zone euro	$i_€$	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Inflation cible pour la BU	i_{Boiron}	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1+CMPC_€)*(1+i_{Boiron})/(1+i_€)-1$	**9,6 %**	**10,8 %**	**12,1 %**	**13,8 %**	**13,6 %**	**19,9 %**
CMPC hors risque pays		8,7 %	9,9 %	11,2 %	13,6 %	13,4 %	19,7 %

Les taux d'actualisation retenus dans le cadre des approches d'évaluation ont été déterminés à partir des données publiées par Fairness Finance[21]. Elles représentent un coût d'opportunité pour un actionnaire minoritaire qui aurait

[20] A ce titre, le management nous indique que les déficits fiscaux non comptabilisé au bilan ne seront pas récupérables.

[21] Le site Fairness finance est publié par le cabinet BM&A et fournit chaque mois des références de marché (prime de risque des actions, calcul de la décote de taille, bêta sectoriel). Pour une présentation du modèle : https://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2-2/fiche-n-2-l-approche-prospective.dhtml

à réaliser un investissement de même risque. Cette approche du taux d'actualisation repose sur des données observées sur les marchés financiers, décomposées pour faire apparaitre les différentes primes de risques complémentaires dont il faut tenir compte pour pouvoir appliquer une approche MEDAF[22] du coût des fonds propres à des flux futurs.

Détail des concepts utilisés dans l'appréciation des fourchettes de taux d'actualisation :

- **TRI implicite du marché** : rendement implicite *ex-ante* observé sur un échantillon de 1 158 sociétés cotées de la zone euro au 31 octobre 2023 (lissage 6 mois) qui permet d'égaliser la somme actualisée des prévisions de flux de trésorerie libres avec les capitalisations boursières.
- **Taux sans risque** : rendement moyen des emprunts à 10 ans des Etats de la zone euro notés AA et mieux et pondéré par leurs poids dans le PIB relevé au 31 octobre 2023 (lissage 6 mois), meilleure estimation selon nous du rendement sans risque sur l'horizon d'investissement d'un investisseur en actions.
- **Prime de risque action** : écart entre le TRI implicite du marché et le taux sans risque.
- **Prime AAA** : écart de rendement observé à date entre les emprunts d'Etats et les obligation *corporate* AAA émises en euros. Cet écart de rendement est une composante de la prime de risque action correspondant à la différence entre un placement sans risque souverain et un placement sans risque *corporate*, sur laquelle ne s'applique pas le bêta.
- **Biais de prévision large cap** : somme de la prime de risque de défaut et de la prime de risque pour biais d'optimisme intégrées dans la prime de risque action pour le marché dans son ensemble et donc pour les *large cap*, sur lesquelles le bêta ne s'applique pas (estimation Fairness Finance[23]).
- **Prime de risque MEDAF** : pure prime de risque résiduelle au sens MEDAF, sur laquelle s'applique le coefficient bêta.
- **Fourchettes de bêtas de l'actif économique (désendetté) retenues** : cf. annexe 8.2.
- **Prime résiduelle de taille** : Surcroît de rendement[24] exigé par les investisseurs en actions à date pour les sociétés de la taille de Boiron, ajusté des éléments suivants :
    - la méthodologie d'appréciation des primes de taille Fairness Finance neutralise le bêta[25] de chacun des sous-segments de marché permettant la régression du surcroît de rendement demandé par les investisseurs en fonction de la taille ;
    - correction des biais de prévisions *small cap* en réduisant le risque de défaut lié à la notation moyenne des *small cap* pour la remplacer par celle estimée par le modèle Fairness Finance pour un risque crédit BB-[26] et en réduisant la prime de biais d'optimisme dans une fourchette de 0 à 110 points de base pour refléter le caractère relativement prudent des flux actualisés.
- **Risque pays** : Le taux d'actualisation estimé tient compte du risque pays relatif applicable aux flux actualisés compte tenu de la répartition géographique du chiffre d'affaires généré par le Groupe. Ce paramètre a été estimé à partir des différentiels de *spread* de CDS[27] observables sur les marchés financiers à date pour les emprunts d'Etats émis par les pays dans lesquels le Groupe opère. Nous avons complété l'analyse avec les données publiées par le professeur A. Damodaran en juillet 2023 dans les rares cas où cet indicateur n'était pas disponible.

[22] Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers.
[23] Cf. modèle Fairness Finance Advanced, détaillé sur fairness-finance.com qui présente la bibliographie associée.
[24] Issu des calculs Fairness Finance sur l'échantillon zone euro, soit de la régression mensuelle des TRI moyens du marché considéré, découpé en quantiles de taille (cf. fiche technique Fairness Finance n°4).
[25] Bêta mensuel calculé sur une période de trois ans régressant les variations de l'indice constitué par le quantile de taille par rapport à l'indice constitué par l'échantillon utilisé pour le calcul de la prime de risque.
[26] Déduit de notre analyse des comptes de Boiron, postérieurement au paiement du dividende exceptionnel.
[27] *Credit Default Swap*, instrument financier permettant à un investisseur de se garantir contre le risque de défaut.

- **Coût de la dette avant IS** : coût de la dette observé au 31 octobre 2023 (lissage 6 mois) issu du modèle Fairness Finance pour une société notée BB- et une maturité de 5 ans.
- **Levier cible** : Levier moyen exprimé en valeur d'entreprise (dette financière nette sur valeur d'entreprise) de la société estimé dans une fourchette comprise entre le niveau induit par la position financière nette de la Société au 30 juin 2023[28], et un levier nul.
- **Ajustement du risque lié à l'inflation** : en complément du risque pays détaillé supra, nous avons également tenu compte de l'impact, peu significatif au cas d'espèce, du différentiel d'inflation[29] cible estimé entre la zone euro, dont sont issues les références ayant permis l'appréciation des principaux paramètres du taux d'actualisation, et les pays dans lesquels opère Boiron (moyenne des inflations cibles pondérées par le chiffre d'affaires réalisé en 2022).

Pour les besoins de l'approche par la somme des parties, nous avons également décliné des taux pour chacune des nouvelles activités du Groupe. S'agissant d'Abbi et des diagnostics, l'échantillon de comparables boursiers utilisés pour évaluer les activités historiques du Groupe a été retenu. Des ajustements ont toutefois été intégrés à l'appréciation du taux pour tenir compte du manque de maturité de ces activités (hypothèse de volatilité de la valeur et risque d'exécution du plan d'affaires notamment). S'agissant de l'activité Cannabis, nous avons constitué un échantillon de comparables boursiers *ad hoc* sur lequel nous avons basé nos analyses (cf. annexes 8.4.2 et 8.2.2).

NB : Des travaux de rationalisation de nos fourchettes de taux par rapport aux taux utilisés dans le cadre des tests de dépréciation 2022 de la Société et de ses comparables boursiers sont présentés en annexe 8.3.

4.3 Méthodes ou références non retenues

4.3.1 Actif net comptable

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que lorsque les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Société n'étant pas comptabilisés en valeur de marché, la méthode n'est pas applicable. Pour mémoire, les capitaux propres part du groupe au 30 juin 2023 s'établissaient à 550 m€, soit 370 m€ coupon détaché (21,31 € par action. Le prix d'Offre coupon détaché extériorise une prime de 86 % par rapport à cette référence.

4.3.2 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc à réestimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan dans la perspective du développement de l'activité, approche globalement mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles. Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apporte pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

4.3.3 Méthodes basées sur le dividende

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels. La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose (i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et (ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables. S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes (ou DDM), sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une

[28] Ajustée du paiement du dividende exceptionnel de 10,36 € par action Boiron.
[29] Source : prévisions à horizon 2028 du FMI (*World Economic Outlook* d'octobre 2023).

distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés. Nous préférons le modèle DCF aux deux approches mentionnées supra, car il lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.

4.3.4 Approche par les transactions comparables

La méthode des transactions comparables est une méthode analogique permettant d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés à partir d'agrégats financiers constatés dans le cadre de transactions récentes visant à prendre une participation, majoritaire ou non, dans le capital d'une entité comparable à la Société, cotée ou non.

Compte tenu des biais habituels qu'elle implique (manque de fiabilité et non exhaustivité de l'information disponible, caractère unique de chaque négociation, comparabilité de l'activité des cibles retenues et retraitement de la prime de contrôle payée pour les transactions majoritaires notamment), nous n'avons pas considéré cette approche comme pertinente pour apprécier le caractère équitable du prix d'Offre. Nous l'avons toutefois mise en œuvre, à titre purement indicatif.

Cette mise en œuvre s'appuie sur un échantillon de dix transactions observées sur des sociétés fabricants de produits pharmaceutiques OTC, de produits phytothérapiques ou de produits cosmétiques sur la période 2022 à 2023 et pour lesquelles l'information publique disponible était suffisante pour déterminer des multiples.

Cible	Acquéreur	Activité de la cible	Date d'annonce	% du capital acquis	VE (m€)	VE / CA retenu	VE / EBITDA retenu	VE / EBIT retenu
Labomar Spa	LBM Holding	Fabricant de compléments alimentaires, sous forme de comprimés, capsules, poudres, sirops et émulsions.	22-mai-23	31,9%	205	**2,2x**	**11,7x**	**20,4x**
Arkopharma	Dermapharm	Laboratoire pharmaceutique spécialisé dans la phytothérapie, les médicaments naturels et les compléments alimentaires.	30-juil.-22	100,0%	645	**3,3x**	**15,4x**	**19,7x**
Nutravalia	Capza	Spécialisée dans la conception et la commercialisation de compléments alimentaires, produits cosmétiques et dérivés au travers de ses marques Luxéol et Anaca3.	9-juin-22	100,0%	91	**2,0x**	**11,4x**	**na**
Nutrawise Health & Beauty	Jamieson Wellness	Fabricant de produits de santé, de beauté et de bien-être. Inclut la marque "Youtheory".	1-juin-22	100,0%	195	**1,8x**	**9,7x**	**na**
Indusen SA	Naturhouse Health	Fabricant de produits médicinaux et botaniques.	13-mai-22	39,6%	7	**1,6x**	**9,7x**	**12,4x**
Nutripure	Ardian, BPI	Développe et distribue des compléments alimentaires et des superaliments biologiques, principalement en ligne.	13-avr.-22	100,0%	20	**1,7x**	**9,7x**	**10,5x**
Horus Pharma	Eurazeo	Développe et commercialise des produits destinés à la santé de l'œil, incluant des médicaments, des dispositifs médicaux et des compléments alimentaires.	13-avr.-22	100,0%	45	**0,6x**	**5,6x**	**7,2x**
Mitchell-Vance Laboratories	Alliance Pharma	Fabricant de produits de traitement des cicatrices en vente libre.	21-mars-22	100,0%	17	**1,9x**	**9,7x**	**na**
Branche OTC Ipsen	Mayoly Spindler	Rachat de la branche santé familiale d'Ipsen, comprenant les produits Smecta, Forlax, Tanakan.	14-févr.-22	100,0%	350	**1,5x**	**na**	**11,0x**
Innovet Italia SRL	Swedencare AB	Producteur de produits pharmaceutiques pour animaux.	26-janv.-22	100,0%	50	**3,5x**	**8,9x**	**16,2x**
Moyenne						**2,0x**	**10,2x**	**13,9x**
Médiane						**1,9x**	**9,7x**	**12,4x**
Moyenne hors extrêmes						**2,0x**	**10,2x**	**13,9x**
Ecart type						0,8x	2,6x	5,0x
nb observations						10	9	7
Intervalle de confiance à 95%						0,6x	2,0x	4,6x
Borne basse de la moyenne						**1,4x**	**8,2x**	**9,3x**
Borne haute de la moyenne						**2,6x**	**12,2x**	**18,5x**

Si nous considérons les seuls multiples de VE/EBITDA et de VE/EBIT, moins biaisés au cas d'espèce que les multiples de VE/CA, ainsi qu'une fourchette statistique tenant compte de l'écart type observé entre les différents multiples de l'échantillon, cette approche extériorise les valeurs suivantes :

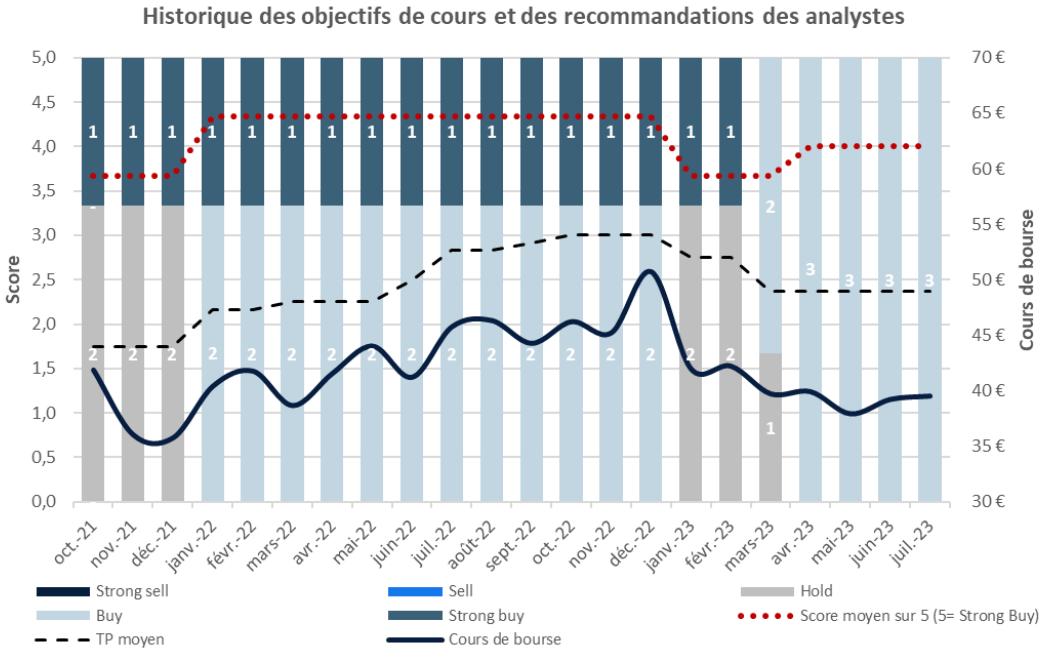
Valeur des capitaux propres (m€)	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	Min	Médiane	Max	Min	Médiane	Max
Agrégat 2022	94	94	94	63	63	63
Multiple	8,2x	9,7x	12,2x	9,3x	12,4x	18,5x
Valeur d'entreprise	**771**	**914**	**1 146**	**585**	**778**	**1 163**
Position financière nette	50	50	50	50	50	50
Autres éléments	(46)	(46)	(46)	(46)	(46)	(46)
Valeur des capitaux propres	**775**	**917**	**1 150**	**589**	**782**	**1 167**
Nombre d'actions	*17 362 275*	*17 362 275*	*17 362 275*	*17 362 275*	*17 362 275*	*17 362 275*
Valeur en € par action	**44,64 €**	**52,83 €**	**66,21 €**	**33,92 €**	**45,02 €**	**67,19 €**
Hypothèse de prime de contrôle	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Valeur en € par action, ajustée	**35,71 €**	**42,26 €**	**52,97 €**	**27,14 €**	**36,01 €**	**53,75 €**

NB : Nous rappelons que l'essentiel des transactions observées impliquaient l'acquisition du contrôle des sociétés cibles et qu'elles intègrent donc naturellement une prime de contrôle. Même si l'appréciation de cette prime ne peut se déterminer qu'au cas par cas, son montant médian observé sur longue période peut être estimé à un niveau de 25 %[30]. Nous présentons donc, également à titre purement indicatif, un ordre de grandeur des valeurs issues de ces transactions telles qu'elles auraient pu être appréciées pour un actionnaire minoritaire.

4.3.5 Approche par les objectifs de cours des analystes financiers

Sur la période considérée, le titre Boiron a été suivi par trois analystes financiers : Société Générale, Gilbert Dupont et Oddo BHF.

L'évolution sur les 20 derniers mois des recommandations et des objectifs de cours est résumée ci-après :



[30] Primes médianes proposées dans le cadre d'offres publiques soumises au visa de l'AMF, lorsque celles-ci impliquent un changement de contrôle (source : travaux BM&A, primes médianes sur cours moyen 3 mois observées durant les 10 dernières années).

4.3.5.1 Objectifs de cours antérieurs à l'annonce de l'OPAS

Si nous considérons les objectifs de cours des analystes financiers précédant l'annonce de l'Offre, ceux-ci anticipent une fourchette de cours de l'action Boiron comprise entre 45 € et 52 €, coupon attaché :

Date de mise à jour	Analyste	Objectif de cours	Horizon en mois (à l'émission)	Cours de référence	Date du cours de référence	Recommendation référence	Recommendation *
20-juin-23	Société Générale	52,0	12	38,4	16-juin-23	Achat	1
07-juin-23	Oddo BHF	49,0	12	37,5	06-juin-23	Achat	1
28-avr.-23	Gilbert Dupont	45,0	6-12	38,6	27-avr.-23	Achat	1
	** 1 = Achat ; 2 = Surpondérer ou Renforcer ; 3 = Neutre ou Conserver ; 4 = Alléger ou Souspondérer ; 5 = Vendre*						
	Nombre d'observations	3					
29-mai-23	**Moyenne**	**48,7**		**38,1**			1
7-juin-23	**Mediane**	**49,0**		**38,4**			1
	Minimum	45,0		37,5			1
	Maximum	52,0		38,6			1
	Ecart-type	3,5		0,6			0

Sur ces données brutes, le prix d'Offre ferait apparaitre une prime comprise entre 2,0 % et 2,7 %, en fonction de la valeur retenue (moyenne/médiane). Les objectifs de cours de chaque analyste sont résumés ci-après :

- **Société Générale :** indiquait un objectif de cours supérieur de 4% au prix d'offre. Il convient toutefois de souligner que cet objectif de cours repose sur des hypothèses optimistes, avec notamment une croissance annuelle du CA de 5 % sur l'horizon 2023-2025 qui peut sembler volontariste au regard des résultats du premier semestre 2023 (en recul de 7 % par rapport au S1 2022), non corrigé par coût moyen pondéré du capital qui ressort dans la fourchette basse de nos estimations (9,3 %).
- **Gilbert Dupont :** indiquait un objectif de cours inférieur de 10 % au prix d'offre. Nous relevons que cet objectif de cours repose sur un coût moyen pondéré du capital particulièrement faible de 7,5 % et une marge opérationnelle normative de 22,5 % qui peuvent sembler volontaristes.
- **Oddo BHF** prévoyait pour sa part un objectif de cours de 49 € qui repose sur :
  - Une croissance de CA anticipée sur 2023 qui peut être considérée comme volontariste au regard des résultats du premier semestre 2023.
  - Un taux d'IS normatif de 37 %.
  - Un coût moyen pondéré du capital de 10,9 %, en ligne avec nos estimations.

4.3.5.2 Objectifs de cours postérieurs à l'annonce de l'OPAS[31]

- **Société Générale (TP 39,6 €, coupon détaché) :** dans sa dernière note du 7 septembre 2023, l'analyste revoit ses prévisions à la baisse au regard des résultats du S1 2023 et aligne son objectif de cours sur le prix d'Offre, coupon détaché.
- **Gilbert Dupont (TP 39,6 €, coupon détaché) :** dans sa note du 5 juillet 2023, l'analyste aligne son objectif de cours sur le prix d'Offre. Il recommande toutefois de conserver le titre et estime que la prime offerte (i.e. 36 %) n'est pas « généreuse », comme pour un certain nombre d'opérations similaires récentes. Il souligne également le risque attaché à la conservation d'un titre illiquide.
- **Oddo BHF (TP 42,1 €, coupon détaché) :** dans sa dernière note du 6 septembre 2023, l'analyste souligne les mauvais résultats du S1 mais les considère « sans réelles conséquences ». Il relève son objectif de cours à 52,5 € (coupon attaché), misant sur un possible relèvement du prix d'Offre, tout en précisant qu'il considère que Boiron vaut davantage que le prix proposé.

En synthèse, sur trois analystes suivant la valeur : deux s'alignent sur le prix d'Offre et un relève son objectif de cours du fait du risque de « barrage » mis en œuvre par des actionnaires minoritaires qui pourraient se fédérer pour bloquer le retrait obligatoire et exiger un relèvement du prix d'Offre.

[31] Objectifs relevés le 31 octobre 2023.

4.3.5.3 Conclusion sur l'approche

En raison du suivi relativement limité de l'action, du biais « *sell-side* »[32] inhérent aux objectifs de cours des analystes financiers et du caractère « spéculatif » de certaines recommandations postérieures à l'annonce de l'Offre, nous considérons la référence aux objectifs de cours des analystes financiers comme reflétant un haut de fourchette de valeur potentielle de l'action Boiron à un horizon de 12 mois. Nous présentons donc la méthode seulement à titre indicatif.

4.4 Critères et méthodes retenus

4.4.1 Référence au prix d'entrée de l'Investisseur au capital de l'Initiateur et processus de sélection

Comme indiqué ci-avant (cf. §4.1), l'Investisseur EW Healthcare n'a pas acquis directement une participation dans Boiron mais a souscrit à une augmentation de capital réservée de Boiron Développement lui conférant une quote-part de capital minoritaire de ce dernier de 23,4 %, pouvant augmenter jusqu'à 25,0 % en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire. Cette augmentation de capital a été réalisée à un prix égal, par transparence, à celui de l'Offre, soit 39,64 € par action Boiron.

Au cours du 1er semestre 2022, les actionnaires familiaux de Boiron avaient fait le constat que la Société devait être transformée en profondeur et que seule l'entrée d'un nouvel investisseur pourrait permettre cette évolution. Ils ont alors mandaté la banque Bryan Garnier afin de rechercher le partenaire financier adéquat.

Après avoir étudié différents schémas d'investissement, les actionnaires familiaux de Boiron ont pris la décision d'ouvrir le capital à un actionnaire minoritaire. A partir de février 2023, la banque conseil a donc contacté 77 investisseurs potentiels, principalement des fonds et des *family offices* et 41 accords de confidentialité ont été signés. Sur cette sélection, 9 candidats ont envoyé des lettres d'intention et ont participé aux *management presentations*. Il convient de souligner que l'ensemble des offres proposaient une valorisation de Boiron de l'ordre de 50 € ou sur la base d'un multiple d'Ebitda de l'ordre de 7x[33]. En fin de processus, trois candidats ont confirmé leur intérêt pour l'opération dont l'un d'eux, l'Investisseur, a présenté une offre ferme sans condition.

Il convient de relever que les raisons avancées par tous les candidats pour expliquer leur retrait du processus ont été diverses : la trop forte concentration de l'activité dans l'homéopathie, l'interrogation sur l'atteinte du point bas pour l'homéopathie en France, la pérennité du rebond constaté en 2022, la capacité à maîtriser des acquisitions, la complexité de l'actif, la difficulté à se projeter compte tenu de la performance à long terme en Europe, etc…

S'il est évident qu'une transaction conduisant à l'acquisition (indirecte) d'une quote-part de capital minoritaire n'a pas la force probante d'une transaction aboutissant à un changement de contrôle, voire à une sortie totale des actionnaires historiques, il n'en reste pas moins que l'entrée au capital de EW Healthcare résulte d'un important processus compétitif respectant le principe de pleine concurrence. Elle constitue donc une référence de valeur pour la Société que nous retenons à titre secondaire. Au surplus, il nous semble que ce large processus mis en œuvre par la banque conseil a montré, d'une part, un consensus de la part des candidats à une prise de participation minoritaire quant à la valeur de Boiron et, d'autre part, une appétence limitée des investisseurs pour la Société.

Logiquement, le prix d'Offre n'extériorise aucune prime ni décote par rapport à la valeur issue de la référence au prix d'entrée au capital de EW Healthcare.

4.4.1 Approche par référence au cours de bourse

Boiron est une société cotée dont les titres sont admis à l'échange sur le compartiment B d'Euronext Paris (ISIN : FR0000061129). Avec un flottant au 3 juillet 2023, date d'annonce de l'Offre, de 23,6 %, une rotation de ce flottant

[32] Les prévisions des analystes financiers intervenant pour le compte de grands brokers (analystes *sell-side*) intègrent quasi systématiquement un biais d'optimisme largement documenté dans la littérature académique.
[33] Hormis l'un d'entre eux (9x) dont l'offre a été retirée rapidement.

sur les 12 derniers mois de 34,7 % (pour une rotation du capital de 8,4 %), le cours de l'action répond aux critères de significativité sur lesquels se basent usuellement les évaluateurs.

Nous résumons ci-après les principales références et caractéristiques du cours de bourse Boiron sur les 36 mois ayant précédé l'annonce de l'Offre dividende exceptionnel de 10,36 € attaché.

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée[1]	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	53,20	32,05	39,71	5 716 400	7 414	32,58%	135,07%	100,00%
24 mois	53,20	32,60	41,33	3 304 844	6 417	18,84%	78,09%	100,00%
12 mois	53,20	36,75	42,90	1 468 066	5 712	8,37%	34,69%	100,00%
6 mois	52,40	36,75	40,96	916 212	7 272	5,22%	21,65%	100,00%
3 mois	40,40	36,75	38,84	460 957	7 435	2,63%	10,89%	100,00%
20 jours de bourse	40,35	37,00	38,82	157 287	7 864	0,90%	3,84%	100,00%
Spot	39,60	38,65	39,33	11 315	11 315	0,06%	0,30%	

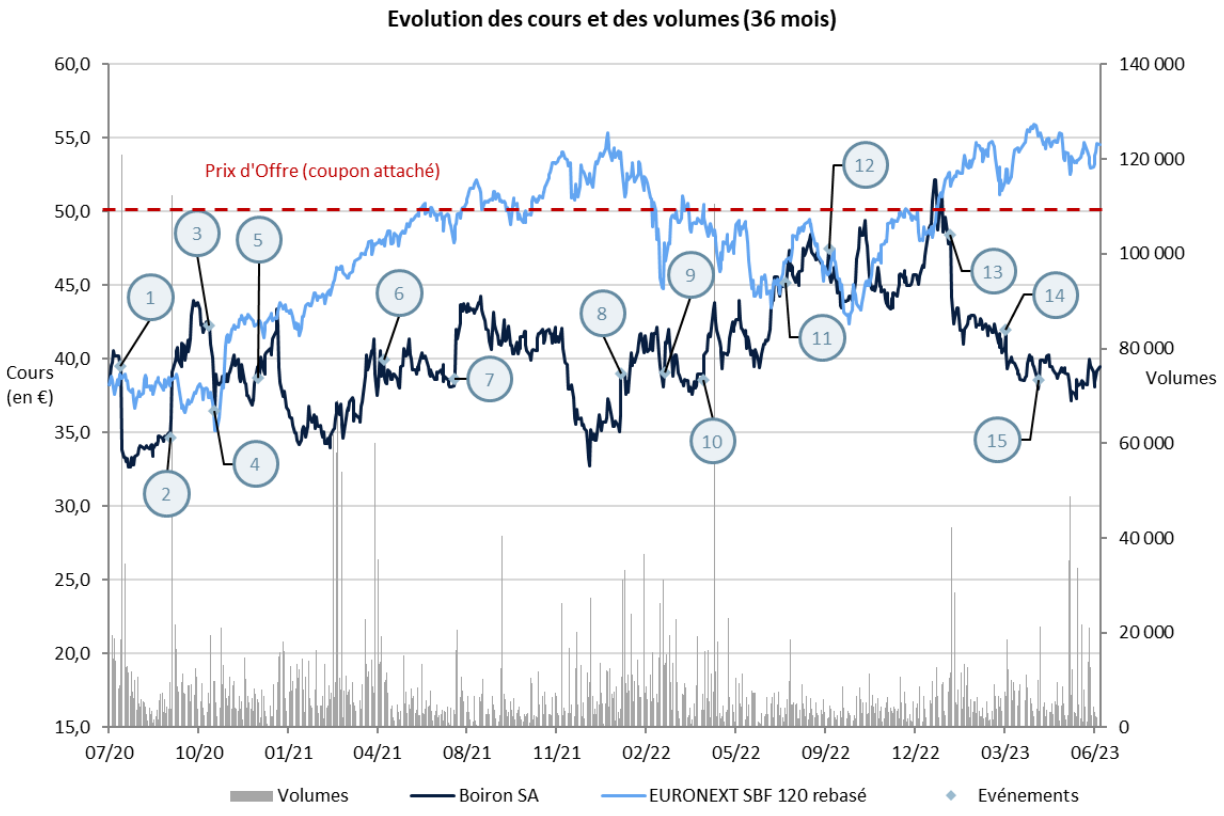
(1) Cours moyens journaliers pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

Performance absolue	Société	Indice de référence
36 mois	(0,13)%	40,50%
24 mois	0,64%	9,31%
12 mois	(5,95)%	22,13%
6 mois	(22,55)%	8,28%
3 mois	1,41%	0,45%
20 jours de bourse	5,33%	2,19%

Prime (décote) vs. offre	Haut	Bas	Moyenne pondérée[1]
36 mois	(6,02)%	56,01%	25,92%
24 mois	(6,02)%	53,37%	20,98%
12 mois	(6,02)%	36,05%	16,56%
6 mois	(4,58)%	36,05%	22,06%
3 mois	23,76%	36,05%	28,74%
20 jours de bourse	23,92%	35,14%	28,81%
Spot	26,26%	29,37%	27,13%

In fine, nous considérons le cours de bourse moyen pondéré par les volumes sur les périodes de 20 jours à 6 mois comme des références de valeurs pertinentes au cas d'espèce, soit une valeur de l'action Boiron comprise entre 38,8 € et 41,0 € sur lesquelles le prix d'Offre, considéré coupon attaché pour les besoins de la comparaison, extériorise des primes comprises entre 22 % et 29 %.

4.4.1.1 Revue historique du cours de bourse jusqu'à l'annonce de l'Offre



Le 16 juillet 2020, (①), la société publie son chiffre d'affaires semestriel 2020. Il est en recul de 14,5% par rapport à 2019 du fait d'une baisse des ventes en France à la suite de la diminution des consultations médicales et de la fréquentation des pharmacies dues à la crise sanitaire. Toutefois, l'impact sur les ventes est contrasté selon les pays : les ventes en Europe baissent de 28,2 %, principalement en Russie et en Italie, alors qu'elles progressent de 23,5 % en Amérique du Nord. Cette annonce est mal accueillie par les investisseurs et dès le lendemain le cours chute de 14,4 % avant d'atteindre un plus bas à 32,8 € le 30 juillet 2020.

Le 9 septembre 2020, (②), la société annonce des ventes en recul de 1,2 % à 253,6 m€ et un résultat opérationnel du premier semestre 2020 à 1,5 m€, en baisse de 4,5 m€ par rapport à 2019. Celui-ci ressort impacté par la prise en compte de l'estimation des coûts relatifs au projet de réorganisation des activités en France annoncé le 11 mars 2020. Sans ce projet de réorganisation, le résultat opérationnel se serait élevé à 29,2 m€, soit une hausse de 23,2 m€ par rapport à 2019. Cette annonce compense la mauvaise nouvelle du 16 juillet et induit une hausse du cours de 3,6 % le 10 septembre 2020. Cette tendance haussière se maintient jusqu'à atteindre 43,8 € le 9 octobre 2020.

Le 22 octobre 2020, (③), la société annonce une baisse de 18,5 % du chiffre d'affaires du T3 par rapport à 2019, toujours impacté par une baisse des ventes en France (-17,1 %). Cette baisse se répercute sur le cours qui diminue dès le lendemain passant de 42 € à 41 €. Cette tendance baissière se poursuit jusqu'à 36,5 € le 28 octobre 2020 (④). A cette date, face à une nouvelle vague épidémique, le président de la République annonce un deuxième confinement sur l'ensemble du territoire national à compter du 29 octobre 2020. Le cours de Boiron n'est pas affecté négativement par cette annonce. Ce confinement prend fin le 15 décembre 2020, (⑤), mais est remplacé par un couvre-feu nocturne entre 20h00 et 6h00 du matin. Pendant cette période, le cours de Boiron fluctue entre 36,9 € et 40,0 €.

Un troisième confinement débute le 3 avril 2021 et prend fin le 3 mai 2021 (⑥). Cette bonne nouvelle engendre une hausse significative de l'indice SBF 120 mais n'impacte pas le cours de Boiron qui oscille entre 38,0 € et 40,4 € jusqu'au 20 juillet 2021 (⑦), jour de la publication du chiffre d'affaires semestriel 2021. Après un fort recul de 41,8 % au premier trimestre, le chiffre d'affaires ressort en progression de 1,8 %. Les ventes ont été stabilisées en France et sont en progression en Europe. Toutefois, les ventes cumulées du semestre demeurent en baisse de 25,1 %, grevées par le déclin des ventes du premier semestre causé par le déremboursement de l'homéopathie en France et par l'impact de la crise sanitaire mondiale sur les maladies hivernales habituelles.

Le 20 janvier 2022 (⑧), la société publie un chiffre d'affaires 2021 en recul de 11,4 % par rapport l'exercice précédent, notamment du fait du déremboursement de l'homéopathie le 1er janvier 2021 en France et à l'absence de pathologies hivernales (grippe saisonnière) sur le premier trimestre. Toutefois, le chiffre d'affaires du quatrième trimestre progresse de 2,9 %, confirmant une tendance haussière initiée au deuxième et troisième trimestre grâce au succès de la vente de tests COVID. Elle annonce également la signature d'un accord en vue d'une prise de participation majoritaire de 70 % pour un montant de 1,75 m€ dans la start-up Abbi, société spécialisée dans la cosmétique individualisée et sur mesure, dont l'acquisition sera effective le 28 février 2022. Cette annonce est bien accueillie par le marché avec une hausse du cours de la société de 36,4 € à 39,0 €.

Le 9 mars 2022 (⑨), la société annonce un résultat opérationnel de 46,8 m€ en hausse de 22,7 % malgré une baisse du chiffre d'affaires de 11,4 % sur la même période. Cette évolution s'explique par le lancement de nouveaux produits et par la mise en œuvre d'un plan global d'économies. Le Groupe prévoit également un chiffre d'affaires en croissance pour l'année 2022, grâce à la reprise des pathologies hivernales, à l'impact du lancement de nouveaux produits et potentiellement peu impacté par la guerre en Ukraine, Boiron ayant réalisé moins de 4 % de son chiffre d'affaires en Ukraine et en Russie. Ces résultats sont bien accueillis par les investisseurs et entrainent une hausse de 5,2 % du cours de bourse.

Le 21 avril 2022(⑩), le chiffre d'affaires du 1er trimestre 2022 s'établit à 145,8 m€ soit une hausse de 59,9 % dû à l'effet de base provenant de la forte baisse lors du 1er trimestre 2021 (-41,8 %), à la progression des spécialités homéopathiques, des autres produits de santé et à la poursuite de la stratégie d'innovation. Cette annonce impacte le cours de bourse qui passe de 38,6 € à 40,3 € et oscille par la suite entre 39,4 € et 44,0 € tout le mois de mai.

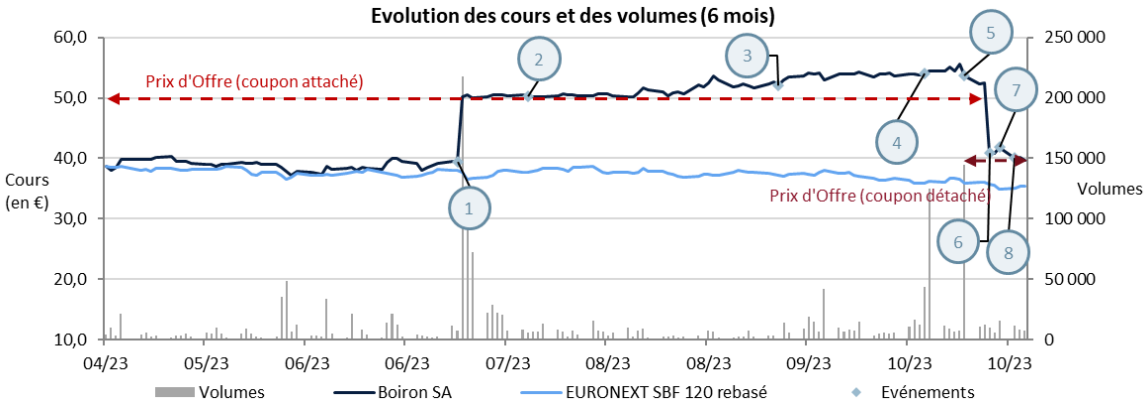
Le 21 juillet 2022 (⑪), la société publie le chiffre d'affaires du premier semestre 2022 en augmentation de 12,4 % sur le trimestre et de 32,0 % sur le semestre. La rentabilité 2022 est attendue en hausse par rapport à 2021. Cette

estimation se confirme le 7 septembre 2022 (⑫) lors de la publication des résultats du premier semestre 2022 avec un résultat opérationnel de 19,9 m€ et un résultat net de 12,5 m€, soit une progression de 31 m€ et de 22,0 m€ par rapport au premier semestre 2021. Au cours de cette période, le cours de Boiron réagit positivement avec un cours oscillant entre 45,0 € et 48,0 €.

Le 19 janvier 2023 (⑬), la société publie un chiffre d'affaires 2022 de 534,2 m€ en progression de 17,4 %. Il est porté notamment en France par une hausse de 9,4 % des ventes des spécialités homéopathiques et des autres produits de santé, et par une hausse des ventes à l'international de 26,1 %.

Le 21 mars 2023(⑭), la société publie un chiffre d'affaires 2022 en hausse de 17,4 %, pour une augmentation du résultat opérationnel de 35,5 %. Néanmoins, la société prévoit en 2023 un recul potentiel de son chiffre d'affaires causé par la fin des ventes de tests Covid, par des tensions sur l'approvisionnement en matières premières et par la situation géopolitique dans certaines régions du monde. Malgré une hausse de la performance, les perspectives prudentes pour l'année 2023 engendrent une baisse du cours de bourse qui passe de 42,0 € à 39,5 € le 27 avril 2023(⑮). La société publie le chiffre d'affaires du premier trimestre 2023 en recul de 9,2 % impacté par l'effet de base provenant des fortes ventes de tests covids sur le premier trimestre 2022, notamment en France. Toutefois, hors tests Covid, les ventes restent en progression de 10,6 %. Le cours se maintient aux alentours de 39,0 € jusqu'au 30 mai 2023.

4.4.1.2 Revue du cours de bourse post annonce de l'Offre



Le 4 juillet 2023 (①), la société annonce une offre publique d'achat simplifiée sur les actions Boiron qui valorise le titre Boiron à 50 €, dividende exceptionnel de 10,36 € attaché. Elle justifie ce choix par sa stratégie actuelle qui ne nécessite pas le maintien de la cotation, en particulier dans un contexte de faible liquidité du titre. Le prix d'Offre proposé est de 39,64 euros par action, versé postérieurement au détachement d'un dividende exceptionnel de 10,36 € par action Boiron. Mécaniquement, le cours s'aligne sur le prix d'Offre à 50,1 € dès le 5 juillet 2023. Les premières réactions à cette annonce sont mitigées, la prime offerte par le prix proposé apparaissant comme trop faible pour certains analystes et médias[34].

Le cours se stabilise toutefois autour de 50 €, même après l'annonce d'une baisse du chiffre d'affaires semestriel de 6,6 % le 18 juillet 2023(②), notamment du fait d'une baisse des ventes de tests Covid. Dans la période suivante, le cours de bourse entre dans une phase spéculative, des fonds d'investissement ayant pris une position à l'achat sur le titre en anticipation d'un éventuel rehaussement du prix d'Offre. Il atteint ainsi 52,1 € le 6 septembre (③), date de publication des résultats semestriels qui présentent un résultat opérationnel du premier semestre en baisse de 11 % par rapport au S1 2022. Cette phase se poursuit jusqu'au 5 octobre 2023 (④) où le cours atteint 54 € au moment où la Société annonce que le concert familial Boiron, EW Healthcare et la société Boiron Développement ont conclu le 4 octobre 2023 un protocole de cession portant sur le transfert de l'intégralité des titres de la société Boiron détenue par le concert familial. Cet événement renforce la probabilité de réalisation de l'opération et le cours continue son rallye haussier jusqu'à atteindre un plus haut à 55,6 € le 12 octobre.

[34] « Boiron : une OPA à un prix un peu trop homéopathique », article paru le 9 juillet 2023 dans Les Echos-Investir.

Le 13 octobre 2023 (⑤), le fonds d'investissement Orfim déclare à l'AMF avoir franchi à la hausse le seuil de 5 % du capital de Boiron, soit 879 255 actions Boiron (5,01 % du capital correspondant à 2,82 % des droits de vote).

Le 18 octobre 2023 (⑥), l'action Boiron verse un dividende exceptionnel 10,36 € brut par action. Cette opération engendre une baisse du cours de 22,2%, qui diminue ainsi de 52,5 € à 40,9 €. Cette baisse n'est pas totalement expliquée par le détachement du coupon.

Le 20 octobre 2023 (⑦), la société publie le chiffre d'affaires du troisième trimestre 2023, en recul de 5,7 % par rapport au T3 2022. Ce recul est notamment induit par une diminution de 4,3 % des ventes de médicaments homéopathiques à nom commun en France, par une baisse des ventes des spécialités hivernales dans le contexte d'un mois de septembre estival et par une dégradation des taux de change. Boiron annonce un recul du chiffre d'affaires de l'année 2023 par rapport à l'année précédente principalement induit par la baisse des ventes de tests Covid. Hors ventes de tests, la Société estime que le chiffres d'affaires devrait croître mais que cette croissance dépendra de la prévalence des pathologies de fin d'année. A la suite de cette annonce, le cours entame une correction avant de se stabiliser aux alentours de 40 € sur la fin du mois d'octobre (soit à un niveau légèrement supérieur au prix d'Offre, dividende détaché de 39,64 €).

Le 23 octobre 2023(⑧), le concert familial Boiron annonce avoir procédé au transfert de l'intégralité des titres (12 255 758 actions, soit 69,85% du capital et 78,08% des droits de vote théoriques) qu'il détenait dans le capital de Boiron au bénéfice de la société Boiron Développement.

4.4.2 Approches par l'actualisation de flux de trésorerie

4.4.2.1 Approche méthodologique retenue

Compte tenu de la décomposition des plans d'affaires en un socle principal d'activités historiques complété d'opérations de diversification à faible niveau de maturité (les « Initiatives »), nous avons eu recours à une approche d'évaluation intrinsèque par la méthode de la somme de parties (ci-après « ***sum of the parts*** « ou « **SOTP** »).

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'entreprise de chacune des composantes du Groupe via la méthode DCF tenant compte de prévisions et de paramètres actuariels distincts avant d'agréger l'ensemble pour déterminer la valeur des capitaux propres par la prise en compte des éléments de passage déterminés §4.2.2 supra.

Cette approche nous parait particulièrement pertinente au cas d'espèce, compte tenu de la nature hétérogène des activités évaluées, qui se décomposent en un socle très mature complété d'Initiatives à fort potentiel mais très peu matures et donc significativement plus risquées.

Cette approche a ensuite été complétée, à titre de recoupement :

- d'un DCF basé sur les flux consolidés du plan de novembre 2023 actualisés à un taux composite basé sur la répartition de la valeur entre les différentes activités issues de la somme des parties.
- d'un DCF basé sur les flux reconstitués du consensus des analystes financiers à la date d'annonce de l'Offre.

4.4.2.2 Hypothèses normatives

Nous avons reconstitué un jeu d'hypothèses normatives en nous reposant sur les prévisions du management pour chacune des activités évaluées :

- La croissance du chiffre d'affaires a été modélisée par convergence linéaire entre le taux de croissance prévu en dernière année du plan et le taux de croissance à l'infini. Ce dernier, estimé par nos soins à 1,8 %, a été déterminé à partir des prévisions d'inflation du FMI[35] pour chacun des pays dans lesquels opère le Groupe, pondérées par le chiffre d'affaires réalisé par le Groupe dans ces mêmes pays en 2022.
- Le taux de marge d'EBITDAal cible été déterminé en conservant celui prévu par le management en dernière année du plan.

[35] *World Economic Outlook* d'octobre 2023.

- S'agissant des investissements, nous avons également maintenu l'hypothèse de fin de plan du management, malgré le fait que le niveau ainsi modélisé rapporté au chiffre d'affaires apparait en bas de fourchette comparativement aux niveaux historiquement décaissés par le Groupe et à ceux moyens observés chez les comparables boursiers. Cette hypothèse ayant un impact positif sur la valeur, nous l'avons conservée dans nos travaux.
- Les dotations aux amortissements normatives ont été modélisées par nos soins à un niveau légèrement inférieur aux investissements, pour tenir compte de l'effet de l'inflation sur le coût de renouvellement des actifs.
- L'impôt sur les sociétés a été estimé par nos soins sur la base des taux marginaux en vigueur en 2023 en France[36], en Europe et aux Etats-Unis, pondérés par le chiffre d'affaires réalisé par le Groupe dans ces pays. Le taux cible normatif ressort ainsi à 25,9 %.
- Le niveau de BFR normatif a été déterminé à partir des prévisions de variation de BFR produites par le management. Le ratio cible BFR/CA appliqué à l'ensemble du Groupe ressort ainsi très proche du niveau observable dans les comptes à fin 2022.

4.4.2.3 Somme des parties : activité historique (*Core Business*)

Les flux du plan d'affaires de novembre 2023 issus des activités historiques du Groupe, prolongés jusqu'en 2030 et actualisés à un taux de 10,8 % (cf. §4.2.3 supra) valorise l'actif économique de l'activité 615 m€.

Core Business Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	250
Cash flow terminal	*68*
Valeur terminale	*759*
Valeur présente de la valeur terminale	365
Valeur d'entreprise	**615**
Position financière nette	50
Autres éléments	(46)
Valeur des capitaux propres	**618**
Nombre d'actions	*17 362 275*
Valeur en € par action	**35,62 €**

Après imputation de l'intégralité des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres (cf. §4.2.2 supra) sur cette activité, cette approche estime la valeur des capitaux propres du *Core Business* à 618 m€, soit 35,6 € par action.

Analyse de sensibilités :

Core Business €		CMPC				
		9,8 %	10,3 %	10,8 %	11,3 %	11,8 %
g∞	0,8 %	37,8	35,6	33,7	31,9	30,3
	1,3 %	39,0	36,7	34,6	32,7	31,0
	1,8 %	40,4	37,9	35,6	33,6	31,8
	2,3 %	42,0	39,2	36,8	34,6	32,7
	2,8 %	43,8	40,7	38,0	35,7	33,6

Core Business €		Var. du taux d'Ebitdaal normatif				
		(2,0)%	(1,0)%	-	1,0 %	2,0 %
Var. du taux de BFR / CA normatif	(1,0)%	34,6	36,1	37,7	39,2	40,7
	(0,5)%	33,6	35,1	36,6	38,1	39,7
	-	32,6	34,1	35,6	37,1	38,6
	0,5 %	31,6	33,1	34,6	36,1	37,6
	1,0 %	30,6	32,1	33,6	35,1	36,6

[36] Ajusté de la contribution sociale lorsqu'elle est applicable, soit pour un impôt sur les sociétés supérieur à 765 k€.

Core Business €		Variation annuelle de la croissance HNC				
		(2,0)%	(1,0)%	-	1,0 %	2,0 %
Var. annuelle de la croiss. Spécialités	(2,0)%	33,9	34,0	34,1	34,3	34,4
	(1,0)%	34,6	34,7	34,9	35,0	35,1
	-	35,3	35,5	35,6	35,8	35,9
	1,0 %	36,1	36,3	36,4	36,6	36,7
	2,0 %	37,0	37,2	37,3	37,5	37,6

NB : Les variations de la croissance HNC et des spécialités homéopathiques présentées supra s'entendent comme une variation ajoutée au taux de croissance anticipé par le management sur chaque année du plan (de 2023 à 2030) ainsi qu'en année terminale.

4.4.2.4 Somme des parties : Abbi

Les flux du plan d'affaires de novembre 2023 s'agissant d'Abbi, prolongés jusqu'en 2030 et actualisés à un taux de 13,7 % (cf. §4.2.3 supra) valorisent l'actif économique de l'activité 3 m€.

Abbi Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	0
Cash flow terminal	*1*
Valeur terminale	*8*
Valeur présente de la valeur terminale	3
Valeur d'entreprise	**3**
Position financière nette	-
Autres éléments	-
Valeur des capitaux propres	**3**
Nombre d'actions	*17 362 275*
Valeur en € par action	**0,18 €**

En l'absence d'éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux (intégralement pris en compte au niveau *Core Business*), cette approche estime la contribution d'Abbi à la valeur du Groupe à 0,18 € par action.

Analyse de sensibilités :

Abbi €		CMPC				
		12,7 %	13,2 %	13,7 %	14,2 %	14,7 %
g∞	0,6 %	0,20	0,18	0,17	0,15	0,14
	1,1 %	0,20	0,19	0,17	0,16	0,15
	1,6 %	0,21	0,20	0,18	0,17	0,15
	2,1 %	0,22	0,20	0,19	0,17	0,16
	2,6 %	0,23	0,21	0,20	0,18	0,16

Abbi €		Var. du taux d'Ebitdaal normatif				
		(2,0)%	(1,0)%	-	1,0 %	2,0 %
Var. du taux de BFR / CA normatif	(1,0)%	0,17	0,18	0,19	0,20	0,21
	(0,5)%	0,17	0,18	0,19	0,19	0,20
	-	0,16	0,17	0,18	0,19	0,20
	0,5 %	0,16	0,17	0,17	0,18	0,19
	1,0 %	0,15	0,16	0,17	0,18	0,19

4.4.2.5 Somme des parties : Cannabis

Les flux du plan d'affaires de novembre 2023 issus des ventes de produits à base de CBD et de Cannabis médical, prolongés jusqu'en 2030 et actualisés à un taux de 19,8 % (cf. §4.2.3 supra) valorise l'actif économique de l'activité 31 m€.

Cannabis Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	14
Cash flow terminal	*11*
Valeur terminale	*60*
Valeur présente de la valeur terminale	17
Valeur d'entreprise	**31**
Position financière nette	-
Autres éléments	-
Valeur des capitaux propres	**31**
Nombre d'actions	*17 362 275*
Valeur en € par action	**1,78 €**

En l'absence d'éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux (intégralement pris en compte au niveau *Core Business*), cette approche estime la contribution du Cannabis à la valeur du Groupe à 1,78 € par action.

Analyse de sensibilités :

Cannabis €		CMPC				
		18,8 %	19,3 %	19,8 %	20,3 %	20,8 %
g∞	0,6 %	1,88	1,80	1,73	1,67	1,61
	1,1 %	1,91	1,83	1,76	1,69	1,63
	1,6 %	1,94	1,86	1,78	1,71	1,65
	2,1 %	1,97	1,89	1,81	1,74	1,67
	2,6 %	2,01	1,92	1,84	1,77	1,69

Cannabis €		Var. du taux d'Ebitdaal normatif				
		(2,0)%	(1,0)%	-	1,0 %	2,0 %
Var. du taux de BFR / CA normatif	(1,0)%	1,76	1,80	1,83	1,86	1,90
	(0,5)%	1,74	1,77	1,81	1,84	1,87
	-	1,72	1,75	1,78	1,82	1,85
	0,5 %	1,69	1,73	1,76	1,79	1,83
	1,0 %	1,67	1,71	1,74	1,77	1,81

4.4.2.6 Somme des parties : Diagnostics

Les flux du plan d'affaires de novembre 2023 issus des ventes de tests et diagnostics, prolongés jusqu'en 2030 et actualisés à un taux de 13,5 % (cf. §4.2.3 supra) valorise l'actif économique de l'activité 14 m€.

Diagnostics Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	9
Cash flow terminal	*1*
Valeur terminale	*12*
Valeur présente de la valeur terminale	5
Valeur d'entreprise	**14**
Position financière nette	-
Autres éléments	-
Valeur des capitaux propres	**14**
Nombre d'actions	*17 362 275*
Valeur en € par action	**0,81 €**

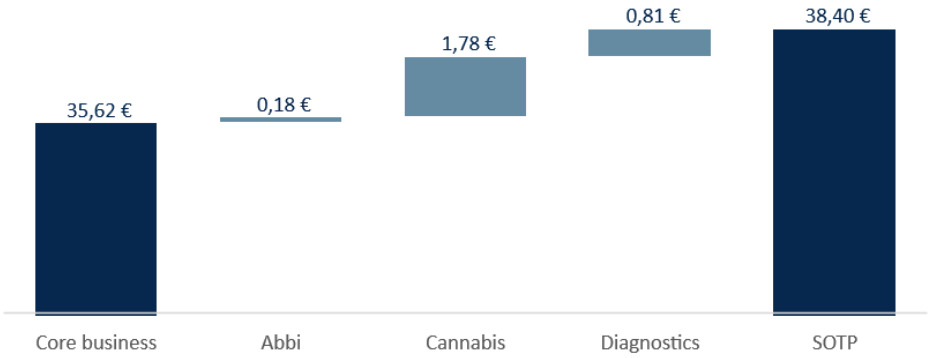
En l'absence d'éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux (intégralement pris en compte au niveau *Core Business*), cette approche estime la contribution du Cannabis à la valeur du Groupe 0,81 € par action.

Analyse de sensibilités :

Diagnostics €		CMPC				
		12,5 %	13,0 %	13,5 %	14,0 %	14,5 %
g∞	0,8 %	0,84	0,82	0,80	0,78	0,76
	1,3 %	0,85	0,83	0,80	0,78	0,76
	1,8 %	0,86	0,84	0,81	0,79	0,77
	2,3 %	0,87	0,85	0,82	0,80	0,78
	2,8 %	0,89	0,86	0,83	0,80	0,78

Diagnostics €		Var. du taux d'Ebitdaal normatif				
		(2,0)%	(1,0)%	-	1,0 %	2,0 %
Var.du taux de BFR / CA normatif	(1,0)%	0,79	0,82	0,86	0,90	0,94
	(0,5)%	0,76	0,80	0,84	0,87	0,91
	-	0,74	0,77	0,81	0,85	0,89
	0,5 %	0,71	0,75	0,79	0,82	0,86
	1,0 %	0,69	0,72	0,76	0,80	0,84

4.4.2.7 Somme des parties : synthèse des résultats



Compte tenu de ce qui précède, l'approche de valeur intrinsèque par la somme des parties valorise l'action Boiron 38,4 €, soit une prime induite par le prix d'Offre de 3,2 %.

4.4.2.8 Approche consolidée

Les flux consolidés du plan de novembre 2023, prolongés jusqu'en 2030 et actualisés à un taux moyen pondéré par le poids dans la valeur de chaque activité dans l'approche SOTP de 11,2 % (cf. §4.2.3 et 4.4.2.7 supra) valorise l'actif économique du Groupe 668 m€.

Boiron consolidé Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	271
Cash flow terminal	*81*
Valeur terminale	*855*
Valeur présente de la valeur terminale	398
Valeur d'entreprise	**668**
Position financière nette	50
Autres éléments	(46)
Valeur des capitaux propres	**672**
Nombre d'actions	*17 362 275*
Valeur en € par action	**38,71 €**

Après prise en compte des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres (cf. §4.2.2 supra), cette approche estime la valeur des capitaux propres du Groupe à 672 m€, soit 38,7 € par action, ce qui induit une prime de 2,4 % offerte par le prix d'Offre. Cette approche n'étant qu'une variante simplifiée et moins précise de la somme des parties développée supra, nous lui préférons cette dernière et présentons l'approche consolidée qu'à titre de recoupement.

Analyse de sensibilités :

Boiron consolidé €		CMPC				
		10,2 %	10,7 %	11,2 %	11,7 %	12,2 %
g∞	0,8 %	41,1	38,8	36,7	34,8	33,1
	1,3 %	42,3	39,9	37,7	35,7	33,9
	1,8 %	43,7	41,1	38,7	36,6	34,7
	2,3 %	45,3	42,4	39,9	37,6	35,5
	2,8 %	47,1	44,0	41,2	38,7	36,5

Boiron consolidé €		Var. du taux d'Ebitdaal normatif				
		(2,0)%	(1,0)%	-	1,0 %	2,0 %
Var. du taux de BFR / CA normatif	(1,0)%	37,7	39,3	40,8	42,4	43,9
	(0,5)%	36,6	38,2	39,8	41,3	42,9
	-	35,6	37,1	38,7	40,3	41,8
	0,5 %	34,5	36,1	37,7	39,2	40,8
	1,0 %	33,5	35,0	36,6	38,2	39,7

4.4.2.9 Approche basée sur le consensus des prévisions des analystes financiers

Les flux reconstitués à partir du consensus des prévisions des analystes financiers, extrapolés jusqu'en 2030 et actualisés à un taux de 10,8 % (cf. §4.2.3 supra) valorise l'actif économique du Groupe 650 m€.

Boiron (consensus) Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	300
Cash flow terminal	*74*
Valeur terminale	*842*
Valeur présente de la valeur terminale	350
Valeur d'entreprise	**650**
Position financière nette	50
Autres éléments	(46)
Valeur des capitaux propres	**653**
Nombre d'actions	*17 362 275*
Valeur en € par action	**37,63 €**

Après prise en compte des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres (cf. §4.2.2 supra), cette approche estime la valeur des capitaux propres du Groupe à 653 m€, soit 37,6 € par action qui impliquent une prime de 5,3 % offerte par le prix d'Offre. Cette approche s'appuyant sur des prévisions arrêtées au 3 juillet 2023, soit antérieures à la publication de résultats semestriels et trimestriels décevant pour 2023, n'est présentée qu'à titre de recoupement.

Analyse de sensibilités :

Boiron (consensus) €		CMPC				
		9,8 %	10,3 %	10,8 %	11,3 %	11,8 %
g∞	1,0 %	37,8	36,7	35,8	34,9	34,1
	1,5 %	38,9	37,7	36,6	35,7	34,8
	2,0 %	40,2	38,8	37,6	36,5	35,6
	2,5 %	41,6	40,1	38,7	37,5	36,5
	3,0 %	43,3	41,5	40,0	38,6	37,4

Boiron (consensus) €		Var. taux d'Ebitdaal				
		(2,0)%	(1,0)%	-	1,0 %	2,0 %
Var. du taux de BFR / CA normatif	(1,0)%	36,7	38,1	39,6	41,0	42,4
	(0,5)%	35,7	37,2	38,6	40,0	41,4
	-	34,8	36,2	37,6	39,1	40,5
	0,5 %	33,8	35,2	36,7	38,1	39,5
	1,0 %	32,9	34,3	35,7	37,1	38,6

4.4.3 Approche par les multiples de sociétés cotées comparables

4.4.3.1 Approche méthodologique retenue

Pour des raisons identiques à celle détaillées dans le §4.4.2 supra, l'évaluation du Groupe à son niveau consolidé ne permet pas de tenir compte de manière satisfaisante de l'hétérogénéité en termes de maturité des différentes activités de Boiron. Nous avons donc également eu recours à une approche d'évaluation analogique par la méthode de la somme de parties.

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons repris les deux échantillons (OTC et Cannabis) déjà utilisés pour déterminer les paramètres bêta utilisés dans le taux d'actualisation (cf. §4.2.3) et détaillés en annexes 8.4.1 et 8.4.2.

Nous avons calculé les multiples extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 31 octobre 2023 par rapport au consensus des prévisions des analystes financiers pour le chiffre d'affaires[37] et l'Ebitda anticipés pour les exercices 2023 à 2025[38]. Les multiples d'Ebitda ont été redressés, lorsque c'était nécessaire et lorsque l'information disponible le permettait, des effets de la norme IFRS 16 en retirant du numérateur la dette de loyers opérationnels et en réintégrant au dénominateur la charge de loyers opérationnels estimée à partir des dotations aux amortissements et des frais financiers comptabilisés à ce titre.

Nos travaux retiennent les multiples moyens (hors extrêmes) et médians observés pour chacun des échantillons considérés. Ces multiples agrégés bruts ont ensuite été décotés[39] pour tenir compte pour tenir compte du différentiel de croissance, de taille et de risque entre les différentes activités[40] et les échantillons de référence.

Nous considérons toutefois que malgré les ajustements mis en œuvre dans la démarche décrite supra, l'approche reste peu pertinente au cas d'espèce :

- les multiples de sociétés comparables cotées étant peu adaptés à l'évaluation de sociétés en transformation ou pour valoriser des *business model* peu matures ;
- la Société étant le seul intervenant significatif au niveau mondial sur le secteur de l'homéopathie, les échantillons de comparables induisent forcément des biais, notamment compte tenu des risques spécifiques que doit assumer Boiron (cyclicité/caractère aléatoire des ventes, remises en cause de l'efficacité de l'homéopathie, …).

En conséquence, nous ne présentons l'approche qu'à titre secondaire.

4.4.3.2 Multiples relevés au sein de l'échantillon « OTC »

Société	VE (en M)	VE / CA (x)				VE / EBITDA (x)			
	2023	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Boiron SA (03/07/2023)	*473,2*	*0,9x*	*0,9x*	*0,8x*	*0,8x*	*5,9x*	*5,2x*	*4,6x*	*6,0x*
Dermapharm Holding SE	2 997,0	2,9x	2,7x	2,6x	2,5x	9,2x	9,8x	9,7x	9,2x
Prestige Consumer Healthcare Inc	3 968,4	3,9x	3,8x	3,6x	-	11,5x	11,1x	10,7x	-
Perrigo Company PLC	7 220,8	1,7x	1,6x	1,5x	1,5x	13,3x	11,3x	9,8x	9,2x
Faes Farma SA	907,8	2,1x	2,0x	1,9x	1,8x	7,5x	7,4x	7,1x	6,8x
Virbac SA	2 187,6	1,8x	1,8x	1,7x	1,6x	10,3x	11,0x	10,0x	9,1x
Vetoquinol SA	890,6	1,6x	1,7x	1,6x	1,5x	7,9x	8,9x	8,1x	7,6x
Intercos SpA	1 342,1	1,6x	1,4x	1,3x	1,2x	11,0x	9,6x	8,5x	7,6x
Edgewell Personal Care Co	2 792,3	1,3x	1,3x	1,3x	-	8,8x	8,6x	8,4x	-
PZ Cussons PLC	624,3	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	6,0x	6,1x	6,1x	5,6x
Enervit SpA	54,4	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	5,8x	6,0x	5,5x	5,0x
USANA Health Sciences Inc	690,3	0,7x	0,8x	0,8x	0,7x	5,6x	6,2x	6,6x	-
Moyenne = µ	**2 012,4**	**1,8x**	**1,7x**	**1,6x**	**1,4x**	**8,8x**	**8,7x**	**8,2x**	**7,5x**
Moyenne hors extrêmes = µ*	**1 687,4**	**1,6x**	**1,6x**	**1,5x**	**1,3x**	**8,7x**	**8,7x**	**8,3x**	**7,7x**
Médiane = Me	**1 124,9**	**1,6x**	**1,6x**	**1,5x**	**1,5x**	**8,8x**	**8,9x**	**8,4x**	**7,6x**
Maximum	7 220,8	3,9x	3,8x	3,6x	2,5x	13,3x	11,3x	10,7x	9,2x
Minimum	54,4	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	5,6x	6,0x	5,5x	5,0x
Estimateur de l'écart-type = s	2 030,8	1,0x	0,9x	0,9x	0,6x	2,5x	2,0x	1,7x	1,6x
Coefficient de variation = Cv	1,0	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x
Nb d'observations = n	12	11	11	11	9	11	11	11	8
Marge d'échantillonnage ME au seuil de 95%	1 290,3	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	1,7x	1,4x	1,2x	1,4x
Borne haute de l'estimation de la moyenne = m+ME	**3 302,7**	**2,4x**	**2,3x**	**2,2x**	**1,8x**	**10,5x**	**10,1x**	**9,4x**	**8,9x**
Borne basse de l'estimation de la moyenne = m-ME	**722,1**	**1,1x**	**1,1x**	**1,0x**	**0,9x**	**7,1x**	**7,4x**	**7,1x**	**6,2x**

NB : Les multiples de Boiron sont présentés uniquement à titre indicatif et n'ont pas été intégrés dans les multiples agrégés.

[37] Le multiple de chiffre d'affaires nous semble applicable au cas d'espèce car le profil de rentabilité moyen des sociétés composant l'échantillon OTC ressort proche de celui anticipé par le management pour Boiron.

[38] Ajustés pour aligner l'intégralité des échantillons sur une clôture au 31 décembre.

[39] Sauf dans le cas de l'activité Cannabis où cette approche conduit à une prime.

[40] Approche basée sur la formule de rente à l'infini de Gordon-Shapiro, permettant d'apprécier la décote applicable aux multiples à travers un différentiel de taux d'actualisation et de croissance à l'infini.

4.4.3.3 Multiples relevés au sein de l'échantillon « Cannabis »

Société	VE (en M)	VE / CA (x)				VE / EBITDA (x)			
	2023	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Ayr Wellness Inc	328,3	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	4,0x	3,0x	2,6x	2,4x
Cann Group Ltd	67,6	10,9x	-	-	-	-	-	-	-
Cannabist Company Holdings Inc	746,1	1,6x	1,5x	1,4x	1,3x	12,0x	9,7x	7,1x	5,5x
Curaleaf Holdings Inc	3 983,9	3,3x	3,1x	2,9x	2,5x	14,3x	13,9x	11,7x	8,3x
C21 Investments Inc	39,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Green Thumb Industries Inc	2 151,1	2,2x	2,2x	2,1x	2,0x	7,3x	7,3x	6,7x	6,1x
Jushi Holdings Inc	294,0	1,1x	1,2x	1,0x	1,0x	45,1x	6,8x	4,9x	4,9x
Little Green Pharma Ltd	29,4	-	-	-	-	-	-	-	-
MariMed Inc	176,5	1,4x	1,3x	1,1x	-	4,5x	5,8x	4,1x	-
OrganiGram Holdings Inc	45,6	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x	14,1x	5,2x	3,7x	2,4x
Terrascend Corp	734,0	3,1x	2,5x	2,1x	1,9x	-	13,2x	9,3x	7,8x
Canopy Growth Corp	777,8	2,6x	2,7x	2,7x	2,5x	-	-	-	-
Moyenne = µ	**781,1**	**2,7x**	**1,7x**	**1,6x**	**1,5x**	**14,5x**	**8,1x**	**6,3x**	**5,4x**
Moyenne hors extrêmes = µ*	**536,0**	**2,0x**	**1,7x**	**1,6x**	**1,5x**	**10,4x**	**8,0x**	**6,0x**	**5,4x**
Médiane = Me	**311,1**	**1,9x**	**1,5x**	**1,4x**	**1,6x**	**12,0x**	**7,1x**	**5,8x**	**5,5x**
Maximum	3 983,9	10,9x	3,1x	2,9x	2,5x	45,1x	13,9x	11,7x	8,3x
Minimum	29,4	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x	4,0x	3,0x	2,6x	2,4x
Estimateur de l'écart-type = s	1 172,1	3,0x	0,9x	0,9x	0,8x	14,2x	3,8x	3,1x	2,3x
Coefficient de variation = Cv	1,5	1,1x	0,5x	0,6x	0,6x	1,0x	0,5x	0,5x	0,4x
Nb d'observations = n	12	10	9	9	8	7	8	8	7
Marge d'échantillonnage ME au seuil de 95%	744,7	2,2x	0,7x	0,7x	0,7x	13,1x	3,2x	2,6x	2,2x
Borne haute de l'estimation de la moyenne = m+ME	**1 525,9**	**4,9x**	**2,5x**	**2,3x**	**2,2x**	**27,6x**	**11,3x**	**8,8x**	**7,5x**
Borne basse de l'estimation de la moyenne = m-ME	**36,4**	**0,6x**	**1,0x**	**0,9x**	**0,8x**	**1,4x**	**4,9x**	**3,7x**	**3,2x**

4.4.3.4 Somme des parties : *Core Business*

Core Business : valeur d'entreprise (m€)	Multiples de VE/CA			Multiples de VE/EBITDA		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Médiane	621	628	636	554	573	588
Moyenne hors extrêmes	558	592	614	542	567	581
Valeur d'entreprise retenue	**590**	**610**	**625**	**548**	**570**	**584**

Les multiples 2023-2025 relevés sur l'échantillon OTC, décotés de 21 % en application de la méthodologie détaillée au §4.4.3.1 ci-dessus, appliqués aux agrégats du plan de novembre 2023 conduisent une fourchette de valeurs d'entreprise comprise entre 548 m€ et 625 m€.

4.4.3.5 Somme des parties : Abbi

Abbi : valeur d'entreprise (m€)	Multiples de VE/CA			Multiples de VE/EBITDA		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Médiane	1,2	3,1	4,1	n.s.	n.s.	1,5
Moyenne hors extrêmes	1,2	2,9	4,0	n.s.	n.s.	1,6
Valeur d'entreprise retenue	**1,2**	**3,0**	**4,1**	**n.s.**	**n.s.**	**1,5**

Les multiples relevés sur l'échantillon OTC, décotés de 33 % en application de la méthodologie détaillée au §4.4.3.1 ci-dessus, appliqués aux agrégats du plan de novembre 2023 conduisent une fourchette de valeurs d'entreprise comprise entre 1,2 m€ et 4,1 m€.

4.4.3.6 Somme des parties : Cannabis

Cannabis : valeur d'entreprise (m€)	Multiples de VE/CA			Multiples de VE/EBITDA		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Médiane	7,1	16,2	25,3	8,5	17,0	25,4
Moyenne hors extrêmes	8,1	16,3	24,4	8,8	16,7	24,6
Valeur d'entreprise retenue	**7,6**	**16,2**	**24,9**	**8,7**	**16,8**	**25,0**

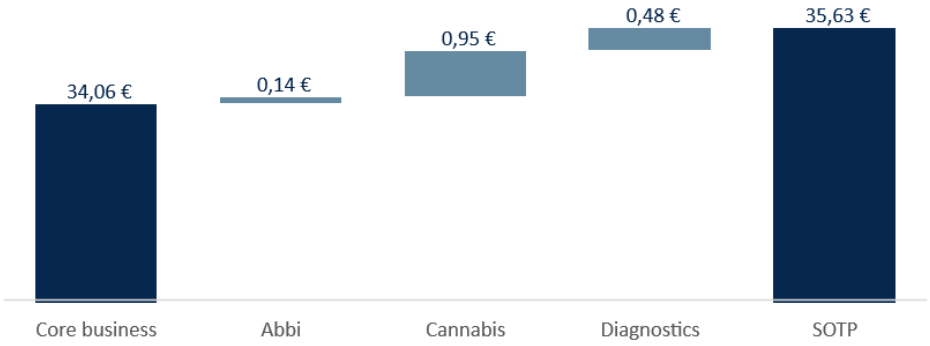
Les multiples 2023-2025 relevés sur l'échantillon Cannabis, augmenté d'une prime de 13,4 % en application de la méthodologie détaillée au §4.4.3.1 ci-dessus, appliqués aux agrégats du plan de novembre 2023 conduisent une fourchette de valeurs d'entreprise comprise entre 7,6 m€ et 25,0 m€.

4.4.3.7 Somme des parties : Diagnostics

Diagnostics : valeur d'entreprise (m€)	Multiples de VE/CA			Multiples de VE/EBITDA		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Médiane	11,2	12,6	14,0	4,0	4,5	5,1
Moyenne hors extrêmes	11,0	11,7	12,3	3,9	4,5	5,1
Valeur d'entreprise retenue	**11,1**	**12,2**	**13,2**	**3,9**	**4,5**	**5,1**

Les multiples 2023-2025 relevés sur l'échantillon OTC, décotés de 27 % en application de la méthodologie détaillée au §4.4.3.1 ci-dessus et appliqués aux agrégats du plan de novembre 2023 conduisent une fourchette de valeurs d'entreprise comprise entre 3,9 m€ et 13,2 m€.

4.4.3.8 Somme des parties : Synthèse des résultats



Compte tenu de ce qui précède, l'approche de valeur analogique par la somme des parties valorise l'action Boiron 35,6 €, soit une prime induite par le prix d'Offre de 11,2 %.

4.4.3.9 Approche consolidée

Sur le modèle de la somme des parties « intrinsèque », nous avons également mis en œuvre une approche basée sur les flux consolidés du plan d'affaires. Nous avons toutefois tenu compte des risques hétérogènes portés par les différentes activités du Groupe à travers la décote appliquée aux multiples relevés sur l'échantillon OTC, calculée à partir du taux d'actualisation retenu dans l'approche DCF consolidée (cf. §4.4.2.8 supra).

Flux consolidés (m€)	Multiples de VE/CA			Multiples de VE/EBITDA		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Médiane	599	618	639	522	557	577
Moyenne hors extrêmes	561	583	604	511	551	579
Valeur d'entreprise retenue	**580**	**600**	**621**	**517**	**554**	**578**
Position financière nette	50	50	50	50	50	50
Autres éléments	(46)	(46)	(46)	(46)	(46)	(46)
Valeur des capitaux propres	**583**	**604**	**625**	**520**	**558**	**582**
Nombre d'actions	*17 362 275*	*17 362 275*	*17 362 275*	*17 362 275*	*17 362 275*	*17 362 275*
Valeur en € par action	**33,60 €**	**34,77 €**	**35,98 €**	**29,97 €**	**32,11 €**	**33,50 €**

Cette approche, qui tient compte d'une décote appliquée aux multiples de 25 % en application de la méthodologie détaillée §4.4.3.1 supra, valorise les capitaux propres de Boiron dans une fourchette comprise entre 520 et 625 m€, soit une valeur par action comprise entre 32,1 € et 34,8 € pour une valeur centrale de 33,3 €, soit une prime extériorisée par le prix d'Offre de 19,0 %. Cette approche n'étant qu'une variante simplifiée et moins précise de la somme des parties développée supra, nous lui préférons cette dernière et ne la présentons qu'à titre de recoupement.

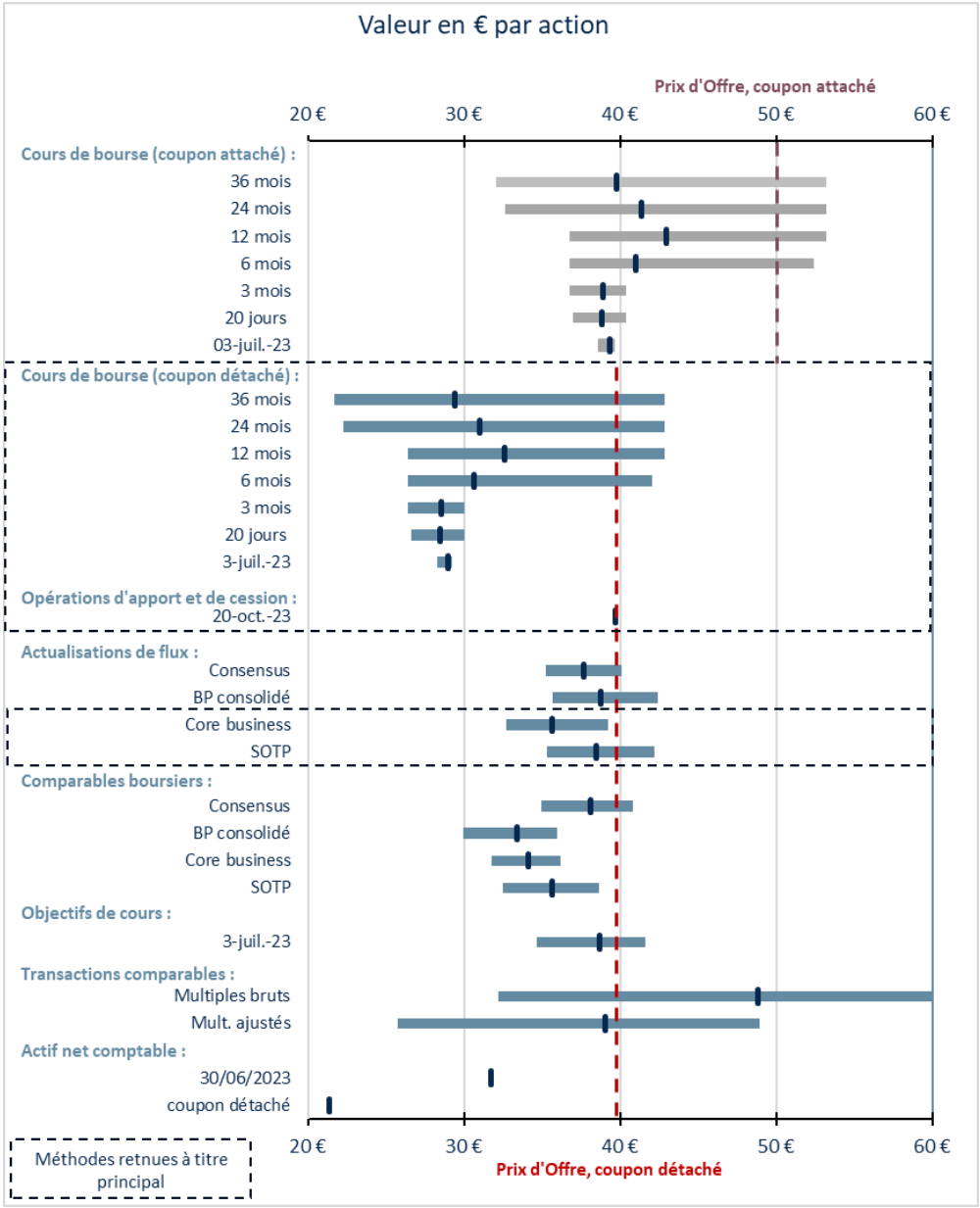
4.4.3.10 Approche basée sur le consensus des prévisions des analystes financiers

A titre de recoupement également, nous avons mis en œuvre une approche basée sur le consensus des prévisions des analystes financiers relevé à la date de l'annonce de l'Offre.

Consensus : valeur d'entreprise (m€)	Multiples de VE/CA			Multiples de VE/EBITDA		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Médiane	706	710	714	610	634	647
Moyenne hors extrêmes	627	670	695	597	628	649
Valeur d'entreprise retenue	**667**	**690**	**705**	**603**	**631**	**648**
Position financière nette	50	50	50	50	50	50
Autres éléments	(46)	(46)	(46)	(46)	(46)	(46)
Valeur des capitaux propres	**670**	**693**	**708**	**607**	**635**	**652**
Nombre d'actions	*17 362 275*	*17 362 275*	*17 362 275*	*17 362 275*	*17 362 275*	*17 362 275*
Valeur en € par action	**38,59 €**	**39,94 €**	**40,80 €**	**34,94 €**	**36,57 €**	**37,53 €**

Cette approche, qui tient compte d'une décote appliquée aux multiples de 21 %[41], valorise les capitaux propres de Boiron dans une fourchette comprise entre 607 m€ et 708,3 m€, soit une valeur par action comprise entre 34,9 € et 40,8 € pour une valeur centrale de 38,1 €. Le prix d'Offre extériorise une prime de 4,2 % par rapport à cette approche de valeur.

4.5 Synthèse des travaux d'évaluation



[41] Calculée sur le même modèle que les autres décotes, à savoir grâce au différentiel entre le taux d'actualisation appliqué §4.4.2.9 et celui applicable, en moyenne, à l'échantillon OTC dans son ensemble.

5 | ANALYSE DES TRAVAUX DES ÉVALUATEURS

Conformément à l'instruction 2006-08 du 28 septembre 2006 modifiée le 10 février 2020, nous avons conduit une analyse des travaux d'évaluation réalisés par Bryan Garnier, BNP Paribas et CM-CIC (ci-après, les « **Banques** » ou les « **Évaluateurs** ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

Les fourchettes de valeurs auxquelles les Évaluateurs et nous-mêmes aboutissons, pré détachement du dividende exceptionnel de 10,36 €, en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Boiron		Banques			BM&A		
Méthodes/Référence		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Cours de bourse (coupon attaché)	12 mois	n.c.	43,0	n.c.	36,8	42,9	53,2
	180 jours	n.c.	42,2	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
	6 mois	n.c.	40,7	n.c.	36,8	41,0	52,4
	3 mois	n.c.	38,8	n.c.	36,8	38,8	40,4
	20 jours	n.c.	38,8	n.c.	37,0	38,8	40,4
	3-juil.-23	n.c.	39,5	n.c.	38,7	39,3	39,6
Cours de bourse (coupon détaché)	12 mois	n.c.	32,6	n.c.	26,4	32,5	42,8
	180 jours	n.c.	31,8	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
	6 mois	n.c.	30,3	n.c.	26,4	30,6	42,0
	3 mois	n.c.	28,5	n.c.	26,4	28,5	30,0
	20 jours	n.c.	28,5	n.c.	26,6	28,5	30,0
	3-juil.-23	n.c.	29,1	n.c.	28,3	29,0	29,2
Opé. Apport/cession	20-oct.-23	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Actualisations de flux de trésorerie	Core business	n.c.	42,3	n.c.	43,1	46,0	49,6
	ABBI	n.c.	0,3	n.c.	0,2	0,2	0,2
	Canabis	n.c.	1,3	n.c.	1,7	1,8	1,9
	Diagnostics	n.c.	0,6	n.c.	0,7	0,8	0,9
	SOTP	41,3	44,6	48,6	45,7	48,8	52,5
Comparables boursiers	BP consolidé	n.c.	53,5	n.c.	40,3	43,7	46,3
	SOTP	n.c.	n.c.	n.c.	42,9	46,0	49,0
Transactions comparables	Multiples bruts	n.c.	82,5	n.c.	42,6	59,2	71,5
	Mult. ajustés	n.c.	n.c.	n.c.	36,1	49,4	59,3
Objectifs de cours	3-juil.-23	45,0	48,7	52,0	45,0	49,0	52,0
ANC par action	30-juin-23	31,7	31,7	31,7	31,7	31,7	31,7

5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

5.1.1 Nombre de titres

Le nombre d'actions de référence ajusté des actions autodétenues présenté dans les travaux des Évaluateurs est identique à celui que nous avons retenu, soit 17,4 millions d'actions.

5.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Boiron Eléments de passage de la VE à la VCP m€	Banque	BM&A	Ecarts
(+) Dette de loyer IFRS 16	(9,9)	-	9,9
(+) Réserve de participation	(1,3)	(1,3)	-
(+) Emprunt bancaire	(0,5)	(0,5)	-
(+) Trésorerie négative		(1,0)	(1,0)
Dette financière	(11,7)	(2,8)	8,9
Disponibilités et équivalents	231,3	232,3	1,0
(+) dividende exceptionnel		(179,9)	(179,9)
Position financière nette	**219,6**	**49,6**	**(170,0)**
Intérêts minoritaires	0,9	-	(0,9)
Provisions pour R&C	(11,0)	(17,0)	(6,0)
Provisions pour retraite	(59,8)	(59,8)	-
Actif d'impôt sur engagements sociaux	15,0	14,0	(0,9)
Autres actifs d'impôts	0,7	3,6	2,9
Actifs financiers	0,6	13,2	12,6
Normalisation du BFR/impôt sur les sociétés	(1,7)	-	1,7
Autres éléments	**(55,4)**	**(46,0)**	**9,3**
Total	**164,2**	**3,6**	**(160,7)**
Total hors impact du dividende	**164,2**	**183,4**	**19,2**

S'agissant de la position financière nette, les Évaluateurs retiennent une approche différente de la nôtre, soit une position intégrant la dette de loyer IFRS 16 et antérieure au détachement du coupon exceptionnel de 10,4 €. Cette différence impacte la présentation des résultats issus des méthodes d'évaluation, qui se comparent au prix d'Offre coupon attaché de 50,0 € dans les travaux des Banques alors que ceux issus de nos travaux se comparent au prix d'Offre coupon détaché de 39,6 €.

S'agissant des autres éléments entrant dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, les principales différences entre les travaux des Évaluateurs et les nôtres sont les suivantes :

- Les Banques tiennent compte des intérêts minoritaires négatifs comptabilisés au passif du bilan de Boiron à fin juin 2023 alors que nous les avons négligés compte de tenu de leur montant peu significatif et de la faible probabilité de perception de ces sommes compte tenu des difficultés rencontrées avec Abbi.
- Les Banques ne tiennent compte que des provisions pour réorganisation, nettes de l'économie fiscale afférente là où nous avons retenu l'intégralité des provisions comptabilisées au bilan de Boiron (et notamment les provisions pour retour de marchandises et pour litiges), également nettes de l'économie fiscale induite.
- Les Évaluateurs retiennent une économie fiscale théorique au titre des engagements sociaux du Groupe là où nous avons retenu le montant comptabilisé par la Société en impôt différés actifs.
- S'agissant des autres actifs d'impôts, les Banques ne retiennent que le montant des reports déficitaires là où nous avons retenu l'intégralité des impôts différés actifs (hors économie liée aux engagements sociaux déjà pris en compte supra).
- S'agissant des actifs financiers, les Banques ne retiennent que la valeur au bilan des sociétés mises en équivalence là où nous retenons l'intégralité des actifs financiers au bilan et notamment les créances rattachées, en nette augmentation sur le S1 2023 à la suite de la souscription à des obligations convertibles dans le cadre du partenariat avec Avextra.
- Les Évaluateurs retiennent dans leurs éléments de passage la dette d'impôt sur les sociétés au bilan de Boiron alors que nous avons considéré cette charge comme déjà prise en compte dans la variation de BFR modélisée dans les plans d'affaires.

5.1.3 Références actuarielles

5.1.3.1 Taux d'actualisation

Appréciation du taux d'actualisation	Référence / Calcul	Banque 2-oct.-23	BM&A 31-oct.-23	Ecarts
Estimation du bêta anticipé :				
Bêta de l'actif économique	β_u	**0,72**	**0,77**	**0,05**
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	24,3 %	(2,9)%	(27,2)%
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	24,3 %	25,8 %	1,5 %
Bêta avec levier	β_L	0,85	0,74	(0,11)
TRI implicite *ex-ante* du marché	TRI_M	**12,3 %**	**9,3 %**	**(3,0)%**
Taux sans risque (10 ans)	R_{f10}	2,7 %	2,8 %	0,1 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	**9,6 %**	**6,5 %**	**(3,1)%**
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	-	2,2 %	2,2 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	-	1,0 %	1,0 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	-	0,3 %	0,3 %
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_o + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	**-**	**3,5 %**	**3,5 %**
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	**9,6 %**	**2,9 %**	**(6,7)%**
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	**8,2 %**	**2,2 %**	**(6,0)%**
Prime de taille observée	A	1,2 %	2,0 %	0,8 %
Biais de prévision small cap	B	-	(0,6)%	(0,6)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	**1,2 %**	**1,4 %**	**0,2 %**
Prime de risque pays	Π_P	**-**	**0,8 %**	**0,8 %**
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	**12,1 %**	**10,8 %**	**(1,3)%**
Taux sans risque	R_{f5}	n.c	2,8 %	2,8 %
Spread de crédit	S_C	n.c	3,3 %	3,3 %
Prime de risque pays	Π_P	n.c	0,8 %	0,8 %
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_{f7} + S_C + \Pi_P$	**6,1 %**	**6,9 %**	**0,8 %**
Charge d'intérêt après IS	$k_{dIS} = K_d \times (1 - T_{IS})$	4,6 %	5,1 %	0,5 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	**19,5 %**	**(3,0)%**	**(22,6)%**
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC_€ = L_{VE} \times K_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times K_e$	**10,6 %**	**10,8 %**	**0,1 %**
Inflation cible zone euro	$i_€$	-	1,9 %	1,9 %
Inflation cible pour Boiron	i_{Boiron}	-	2,0 %	2,0 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1+CMPC_€)*(1+i_{Boiron})/(1+i_€)-1$	**10,6 %**	**10,8 %**	**0,2 %**
CMPC hors risque pays			9,9 %	
CMPC - g		9,1 %	9,0 %	(0,1)%

L'approche du taux d'actualisation mise en œuvre par les Banques, basée sur coût moyen pondéré du capital inféré à partir d'un coût des fonds propres issu d'une approche MEDAF, est usuelle. Les principales différences méthodologiques entre les Banques et nos travaux sont les suivantes :

- Les Banques retiennent une approche classique du coût des fonds propres alors que nous avons eu recours à la méthodologie Fairness Finance qui considère que le coefficient bêta ne s'applique qu'à une fraction de la prime de risque de marché, le reliquat étant ajusté en fonction du risque de défaut de la Société et du caractère optimiste ou non des flux actualisés.
- Les Banques ne tiennent pas compte du risque pays dans le calcul des Évaluateurs là où nous avons tenu compte d'une prime de risque pays et d'un différentiel d'inflation moyen pondéré par la part du chiffre d'affaires réalisée à l'international.
- Les Évaluateurs retiennent un levier sectoriel alors que nous avons préféré retenir un levier basé sur celui de la Société à date, ajusté du dividende exceptionnel versé en octobre 2023.
- Dans un souci de cohérence, les Banques n'ont retenu qu'un seul taux pour actualiser les flux de toutes les composantes de la somme des parties. Le risque règlementaire spécifique lié au lancement de l'activité de cannabis médical a toutefois été pris en compte directement sur les flux, avec une probabilisation de ces derniers. Nous avons, pour notre part, cherché à prendre en compte les profils de risque hétérogènes de chacun des projets « Initiatives » en utilisant un taux d'actualisation *ad hoc*.

Malgré des différences dans les sources retenues (Bloomberg, Barra et Kroll pour les Banques ; Fairness Finance et LSEG Eikon dans nos travaux) et dans le mode de construction du taux, nous retrouvons aux arrondis près le taux

d'actualisation utilisé par les Banques et le considérons que le résultat final est cohérent avec notre appréciation du CMPC applicable à Boiron à fin octobre 2023.

5.1.3.2 Taux de croissance à l'infini

Les Banques retiennent un taux de croissance à l'infini prudent de 1,5 % là où nous nous sommes basés sur les prévisions d'inflation à moyen terme du FMI d'octobre 2023 et sur la répartition géographique du chiffre d'affaires pour aboutir à un taux composite de 1,8 %.

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation écartées

5.2.1 Actif net comptable et actif net réévalué

Comme nous, les Banques ne retiennent pas ces approches compte tenu de leur absence de prise en compte des perspectives de croissance et de rentabilité, mais présentent à titre indicatif l'actif net comptable de la Société. Nous rejoignons les Banques sur l'absence de pertinence de ces méthodes pour évaluer une société industrielle en continuité d'exploitation.

5.2.2 Actualisation de dividendes

Nous rejoignons également les Évaluateurs sur l'absence de pertinence de cette méthode au cas d'espèce compte tenu de la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de son caractère redondant avec la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie libre mise en œuvre à titre principal.

5.2.3 Transactions comparables

Les Banques observent, comme nous, la difficulté à réunir un échantillon de transactions comparables à Boiron compte tenu de son positionnement unique sur le secteur de l'homéopathie.

Elles présentent donc, à titre purement informatif, un échantillon de dix transactions réalisées dans le secteur OTC en Europe et en Amérique du Nord entre juin 2019 et octobre 2023. Ces transactions extériorisent des multiples médians de VE/CA de 3,3x et de VE/EBITDA de 13,0x. L'application du multiple de VE/EBITDA à Boiron valoriserait l'action 82,5 €. Le prix d'Offre de 50 € induit donc une décote de 39,4 % par rapport à cette référence, décote qui s'explique selon les Évaluateurs par un manque de comparabilité entre le business model de Boiron et celui des cibles des transactions constituant l'échantillon de référence.

Nous avons, pour notre part, réalisé une analyse de même nature basée sur un échantillon de dix transactions survenues dans le secteur de la médecine naturelle, des produits OTC, des produits vétérinaires et des compléments alimentaires sur l'année 2022. Les multiples moyens observés sur cet échantillon ressortent inférieurs à ceux proposés par les Banques (VE/CA : 2,0x ; VE/EBITDA : 10,2x). Nos analyses, qui retiennent des multiples médians de VE/EBITDA et de VE/EBIT valorisent l'action Boiron entre 45,0 € et 52,8 €. La décote induite par le prix d'Offre par rapport à ces références ressort donc plus faible que celle ressortant des travaux des Banques (entre -16 % et -6 %). Nous relevons également que cette décote se transforme en prime si nous retraitons les multiples d'une prime de contrôle médiane observée sur longue période.

Nous partageons toutefois la conclusion des Banques sur le manque de pertinence de la méthode au cas d'espèce, compte tenu du profil unique de Boiron et des incertitudes sur la qualité des références observées ainsi que sur la quantification des ajustements applicables.

5.3 Comparaison des méthodes d'évaluation présentées à titre secondaire

5.3.1 Multiples de sociétés comparables cotées

Les analyses des Banques s'appuient sur un échantillon de sept sociétés cotées comparables qui recoupe partiellement le nôtre :

Multiples de comparables boursiers	Capitalisation boursière	Banques		BM&A	
		VE / EBITDA (x)			
	Md€	2023	2024	2023	2024
Boiron SA (03/07/2023)	*0,7*	*n.c.*	*n.c.*	*5,2x*	*4,6x*
Dermapharm Holding SE	2,0	10,1x	9,7x	9,8x	9,7x
Prestige Consumer Healthcare Inc	2,8	10,4x	10,0x	11,1x	10,7x
Perrigo Company PLC	3,5	8,8x	7,8x	11,3x	9,8x
Faes Farma SA	**1,0**	n.c.	n.c.	**7,4x**	**7,1x**
Virbac SA	2,3	n.c.	n.c.	11,0x	10,0x
Vetoquinol SA	**0,9**	**n.c.**	**n.c.**	**8,9x**	**8,1x**
Intercos SpA	1,3	n.c.	n.c.	9,6x	8,5x
Edgewell Personal Care Co	1,7	n.c.	n.c.	8,6x	8,4x
PZ Cussons PLC	**0,7**	**n.c.**	**n.c.**	**6,1x**	**6,1x**
Enervit SpA	**0,1**	**n.c.**	**n.c.**	**6,0x**	**5,5x**
USANA Health Sciences Inc	**0,8**	**n.c.**	**n.c.**	**6,2x**	**6,6x**
Jamieson Wellness	**0,7**	**10,2x**	**9,4x**	**n.c.**	**n.c.**
PharmaSGP	**0,3**	**9,8x**	**9,0x**	**n.c.**	**n.c.**
Alliance Pharma	**0,3**	**7,4x**	**6,6x**	**n.c.**	**n.c.**
Taisho Pharmaceuticals	3,1	2,5x	2,3x	n.c.	n.c.
Moyenne		**8,5x**	**7,8x**	**8,7x**	**8,2x**
Moyenne (capi.boursière <1 Md€)		**9,1x**	**8,3x**	**6,9x**	**6,7x**
Médiane		**9,8x**	**9,0x**	**8,9x**	**8,4x**

Les Évaluateurs retiennent une approche méthodologiquement différente de la nôtre sur les points suivants :

- Les multiples retenus par les Banques sont calculés « post IFRS 16 », c'est-à-dire y compris dette de loyers opérationnels au numérateur et sans charge de loyer dans l'EBITDA au dénominateur et s'appliquent donc à un EBITDA dans sa définition post IFRS 16.
- Pour tenir compte de l'effet de la taille des sociétés comparables sur les multiples, les Évaluateurs n'agrègent que les multiples de sociétés ayant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard d'euros là où nous avons préféré avoir recours à des décotes visant à redresser cet effet (cf. §4.4.3.1).
- Enfin, seuls les multiples médians de VE/EBITDA de l'année 2023 sont retenus dans le résultat final.

Même si les Banques ont retenu un échantillon et un mode de calcul des multiples différents des nôtres, nous relevons des écarts relativement limités entre les multiples moyens des deux échantillons. Les écarts se creusent toutefois si nous considérons les multiples médians ou les multiples moyens « *small caps*[42] ».

Nous considérons par ailleurs que la méthode retenue par les Banques ne permet pas de caractériser ou de quantifier un effet taille sur l'échantillon retenu, compte tenu du faible nombre de références résiduelles (l'échantillon *small caps* des banques n'est constitué que de 3 sociétés). Un exercice identique réalisé sur notre échantillon de sociétés comparables coté conduit à un sous-ensemble un peu plus fourni de cinq sociétés *small caps* qui extériorisent des multiples moyens inférieurs d'environ 20 % aux multiples de l'ensemble de l'échantillon. Ce résultat est cohérent avec la décote que nous avons appliqué dans nos travaux (cf. §4.4.3 supra).

Nous relevons également que les Banques n'ont pas mis en œuvre d'approche par la somme des parties s'agissant de cette méthode analogique. Selon nous, ce choix se justifie par le fait que l'EBITDA NTM 2023 servant de base à l'application du multiple des Banques n'est impacté que de manière très marginale par les projets « Initiatives ».

[42] Sociétés comparables dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 Md€.

5.3.2 Objectifs de cours des analystes

Les Évaluateurs retiennent à titre secondaire les objectifs des cours des analystes relevés à date d'annonce comme référence de valeur. Nous n'avons pas relevé d'écart significatif entre les références présentées par les Banques et celles présentées dans nos travaux.

5.4 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal

5.4.1 Référence à une opération significative sur le capital de la Société

Les Banques font également référence à l'Opération pour justifier le prix proposé dans le cadre de l'Offre. Logiquement, la référence de prix des Banques ne présente pas de différence avec la nôtre.

5.4.2 Référence au cours de bourse

Comme nous, les Banques retiennent à titre principal le cours de bourse comme référence, malgré une liquidité relativement faible, compte tenu d'une cotation régulière et d'une rotation du flottant non marginale sur les périodes observées.

Les références présentées par les Banques ressortent très proches de celles que nous avons pu relever, les faibles écarts observables pouvant être induits par des période d'agrégation légèrement différentes ou par une différence méthodologique (par exemple, les Banques présentent le cours de clôture du 3 juillet 2023 là où nous présentons un cours moyen pondéré par les volumes).

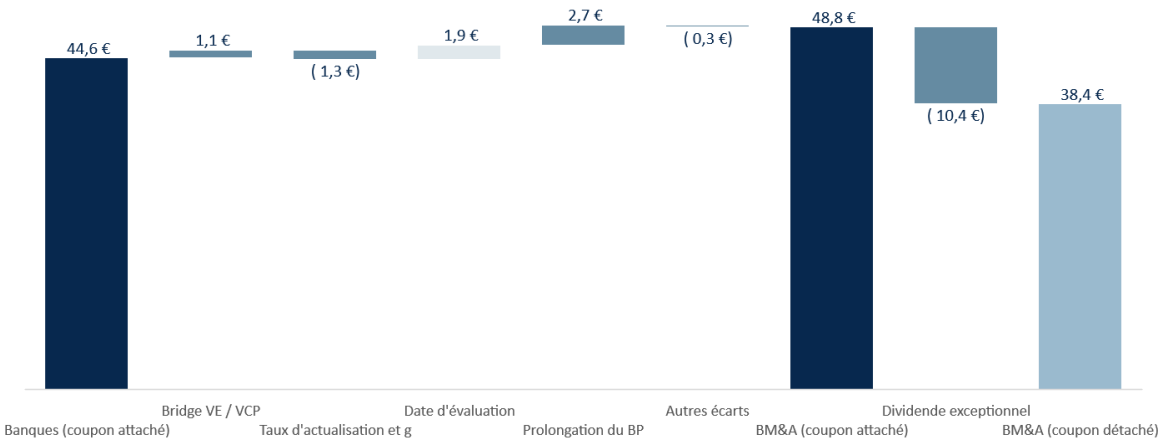
5.4.3 Actualisation de flux de trésorerie

D'un point de vue méthodologique, les Banques retiennent une approche similaire à la nôtre, soit une somme des parties additionnant les valeurs de chaque approche DCF dédiée à chacune des activités du Groupe.

Les flux actualisés par les Évaluateurs s'appuient sur les prévisions du management révisées en novembre et sont donc identiques à ceux retenus dans nos travaux. Des différences méthodologiques subsistent toutefois :

- les Banques n'ont pas prolongé l'horizon de prévision du management comme nous l'avons fait ;
- les Évaluateurs positionnent leurs travaux d'évaluation à fin juin 2023 alors que nous les avons arrêtés à fin octobre 2023.
- Les Banques répartissent les flux d'investissements et de dotations aux amortissements sur les Initiatives, là où nous avons retenu une hypothèse simplificatrice en considérant que les activités historiques assumeraient l'intégralité de ces charges.

Le *bridge* ci-dessous synthétise et quantifie l'impact des écarts méthodologiques entre les travaux des Banques et les nôtres :



6 | REPONSES AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Comme indiqué supra, un actionnaire minoritaire de la Société (ci-après, « **ActMin1** ») nous a contacté directement au début du mois de septembre en nous proposant un échange qui a eu lieu le 22 septembre 2023. Parallèlement, la Société et ses conseils nous ont transmis le 21 novembre 2023 trois courriels et un courrier, envoyés au début du mois de juillet 2023, soit avant notre nomination (ci-après, « **ActMin2** », « **ActMin3** », « **ActMin4** » et « **ActMin5** » ou ensemble, les « **Actionnaires Minoritaires** »).

Parmi les quatre actionnaires minoritaires ayant questionné la Société début juillet, deux courriels (ActMin4 et ActMin5) ne concernaient que des questions techniques sur l'Offre, le versement du dividende exceptionnel ou leur transposition dans la communication financière de la Société, sans remise en cause du prix proposé. Ces questionnements n'appellent donc pas de réponse de notre part.

Notre opinion sur le caractère équitable de Prix d'Offre s'exprimant du seul point de vue financier, les réponses ci-dessous ne traiteront que des éléments liés aux problématiques d'évaluation.

6.1 Eléments de réflexion transmis par les Actionnaires Minoritaires

Dans ce paragraphe, nous synthétisons les arguments présentés par les Actionnaires Minoritaires dans leurs diverses communications interrogeant le caractère équitable du prix d'Offre proposé.

Lors de notre entretien, ActMin1 a développé un argumentaire justifiant, selon lui, une valeur de l'action Boiron supérieure au prix proposé, mais sans toutefois nous fournir d'éléments chiffrés ou de documentation venant étayer cette position ni de prix à partir duquel il aurait considéré l'Offre équitable. La perception d'ActMin1 repose essentiellement sur sa vision stratégique de la Société et de son secteur. Ainsi, il estime que Boiron est arrivé « au bout du tunnel » s'agissant de la dégradation de sa *topline*, et que les perspectives sont prometteuses compte tenu de la disparition de son seul concurrent en France[43], du développement des médicaments homéopathiques en automédication, de l'augmentation probable des prix de ventes en France à la suite de l'arrêt du remboursement et du positionnement du Groupe sur le marché du cannabis. S'agissant du prix proposé, ActMin1 le considère insuffisant compte tenu :

- de ses travaux d'évaluation basés sur un « *reverse DCF* » et d'un objectif de TRI de 22 % ;
- du fait qu'il n'intègre pas, selon lui, de prime d'expropriation.

Dans un courrier daté du 11 juillet 2023, ActMin2 développe un argumentaire visant à démontrer que le prix proposé n'est pas équitable au regard de transactions réalisées dans le secteur, des commentaires d'Oddo BHF sur l'Offre et sur le retraitement du dividende, du plus haut historique atteint par le cours de bourse en 2015 et des rachats par la Société de ses propres titres à un prix compris entre 80 € et 150 € (également en 2015). Il indique en conclusion qu'un prix de 100 € par action Boiron lui aurait paru plus équitable.

Dans un courriel daté du 5 juillet 2023, ActMin3 fait part à la Société de son statut d'actionnaire de très long terme et du caractère décevant du prix proposé compte tenu du multiple de résultat opérationnel qu'il implique et des « plateformes de croissance additionnelles » que la Société développe. Dans ce contexte, il propose que la Société garantisse une prime additionnelle de 15 € par titre en cas de retrait obligatoire.

[43] Le groupe Suisse Weleda mettant fin à la production de médicaments homéopathique en France à partir de 2023, activité malmenée par leur déremboursement par l'Assurance maladie (cf. article des Echos du 6 juillet 2022).

6.2 Eléments de réponse issus de nos travaux

S'agissant des observations présentées par ActMin1, nous relevons tout d'abord que les principales tendances évoquées rejoignent celles mentionnées par la Société lors de nos différents entretiens. S'il y a accord sur le principe, des différences apparaissent toutefois sur le calendrier, le management anticipant des résultats très inférieurs aux prévisions en 2023 et une poursuite de la dégradation ou le la stagnation de l'activité jusqu'en 2025 sur le segment des médicaments à nom commun en France.

ActMin1 et ActMin3 mettent en avant les projets de diversification du Groupe comme relais de croissance additionnels. Nous considérons avoir pris en compte ces relais de croissance dans nos travaux, notamment dans les approches par la somme des parties mises en œuvre.

D'un point de vue purement méthodologique, nous ne pouvons pas retenir l'approche proposée par ActMin1 dans notre appréciation du caractère équitable du prix d'Offre :

- Le *reverse* DCF étant un outil de mesure de la performance d'un investissement et non un outil d'évaluation ;
- Le TRI fixé comme objectif n'étant pas dans la norme des rendements *ex-ante*[44] exigés en moyenne par les investisseurs sur les marchés actions (cf. TRI publié par Fairness Finance pour les sociétés cotées de la zone euro de 9,3 % présenté §4.2.3 du présent rapport) ;
- le niveau de prime offert par un prix d'Offre s'appréciant selon une approche multicritère ; il nous parait erroné de considérer que celui-ci n'offre pas de prime (cf. §4.5 supra). Nous considérons de surcroît que l'appréciation du caractère équitable ou non de la prime offerte dans le cadre d'un retrait obligatoire doit s'apprécier au cas par cas, en fonction des caractéristiques de la société évaluée et du contexte dans lequel l'opération se déroule.

ActMin2 et ActMin 3 font référence à des transactions réalisées dans le secteur ou à des multiples pratiqués dans ce « type d'opération » lesquelles montreraient que le prix proposé est insuffisant. A ce titre, nous détaillons §4.3.4 et §4.4.3 supra les raisons pour lesquelles nous considérons que la pertinence des approches analogiques nous semble toute relative au cas d'espèce.

ActMin2 et ActMin 3 étayent leur position en faisant référence à des cours de bourse ou à des programmes de rachat d'actions de 2015 soit à une date très antérieure d'abord à la présente Offre et ensuite à l'annonce du déremboursement de l'homéopathie en France. Nous rappelons que l'équité du prix proposé doit s'apprécier compte tenu de l'état de la Société et l'environnement économique à la date de réalisation de l'Opération et que des références remontant à plus de 8 ans n'ont aucune pertinence dans le cadre de note mission.

ActMin2 fait référence à la note d'Oddo BHF du 7 juillet 2023 pour appuyer son propos. Nous détaillons §4.3.5 supra le positionnement des analystes financiers sur la valeur avant et après annonce de l'Offre et relevons que les objectifs de cours présentés ne remettent pas en cause du caractère équitable du prix d'Offre. S'agissant précisément de la note du 7 juillet citée par ActMin2, nous relevons également que l'analyste confirme une fourchette d'objectifs de cours compris entre 45 € et 54 € « hors prime spéculative », qu'il considère que les caractéristiques de Boiron sont différentes d'un laboratoire « allopathique » et que l'Opération fait ressortir « peu de prime de contrôle », ce qui est naturel, la transaction sur laquelle est basée le prix d'Offre étant minoritaire.

ActMin2 fait également référence à la note Oddo BHF du 5 juillet 2023 afin de légitimer la nécessité d'un retraitement de la composante dividende du prix d'Offre pour apprécier la prime offerte, qui ressortirait dans ce cas proche 0 %. Cette position est justifiée, selon Oddo, par le fait que les actionnaires sont déjà « propriétaires » de la trésorerie qui sera distribuée. Ce raisonnement est totalement erroné, les actionnaires étant propriétaires de titres qui leur donnent seulement droit à une quote-part des capitaux propres. Chaque versement de dividende est donc une redistribution des capitaux propres de la Société qui impacte la valeur de son cours de bourse, comme nous l'observons sur l'historique de cours présenté §4.4.1.2 supra. La prime extériorisée par le prix d'Offre peut donc s'apprécier « coupon attaché » ou « coupon détaché » (cf. §4.5) mais ressort nettement supérieure à 0 dans tous les

[44] TRI *ex-ante* qui ressort de surcroit nettement supérieur aux TRI moyens *ex -post*, soit constatés postérieurement à l'investissement, applicables au cas d'espèce (cf. travaux de Dimson, March et Staunton notamment).

cas de figure (entre 22 % et 39 % si nous considérons les références à 20 jours et à 6 mois). Nous ajouterons que les actionnaires historiques de Boiron n'ont pas à être « dédommagés » d'un dividende qu'ils ont effectivement perçus en octobre 2023, ce que suppose l'approche proposée par Oddo.

7 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Boiron auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 39,64 €[45] par action, coupon détaché, proposé dans le cadre de la présente Offre :

Boiron Méthodes/Référence		Valeur (en € par action) basse	centrale	haute	Prime/ (Décote) Offerte[1]
Cours de bourse (coupon attaché)	36 mois	32,1	39,7	53,2	25,9 %
	24 mois	32,6	41,3	53,2	21,0 %
	12 mois	36,8	42,9	53,2	16,6 %
	6 mois	36,8	41,0	52,4	22,1 %
	3 mois	36,8	38,8	40,4	28,7 %
	20 jours	37,0	38,8	40,4	28,8 %
	3-juil.-23	38,7	39,3	39,6	27,1 %
Cours de bourse (coupon détaché)	36 mois	**21,7**	**29,3**	**42,8**	**35,1 %**
	24 mois	**22,2**	**31,0**	**42,8**	**28,0 %**
	12 mois	**26,4**	**32,5**	**42,8**	**21,8 %**
	6 mois	**26,4**	**30,6**	**42,0**	**29,5 %**
	3 mois	**26,4**	**28,5**	**30,0**	**39,2 %**
	20 jours	**26,6**	**28,5**	**30,0**	**39,3 %**
	3-juil.-23	**28,3**	**29,0**	**29,2**	**36,8 %**
Opérations d'apport et de cession	20-oct.-23	**39,6**	**39,6**	**39,6**	**-**
Actualisations de flux de trésorerie	Consensus	35,2	37,6	40,1	5,3 %
	BP consolidé	35,7	38,7	42,4	2,4 %
	Core business	32,7	35,6	39,2	11,3 %
	ABBI	0,2	0,2	0,2	n.s.
	Cannabis	1,7	1,8	1,9	n.s.
	Diagnostics	0,7	0,8	0,9	n.s.
	SOTP	**35,3**	**38,4**	**42,2**	**3,2 %**
Comparables boursiers	Consensus	34,9	38,1	40,8	4,2 %
	BP consolidé	30,0	33,3	36,0	19,0 %
	Core business	31,8	34,1	36,2	16,4 %
	ABBI	0,1	0,1	0,2	n.s.
	Cannabis	0,4	1,0	1,4	n.s.
	Diagnostics	0,2	0,5	0,8	n.s.
	SOTP	32,5	35,6	38,6	11,2 %
Transactions comparables	Multiples bruts	32,2	48,8	61,2	(18,8)%
	Mult. ajustés	25,8	39,0	48,9	1,5 %
Objectifs de cours	3-juil.-23	34,6	38,6	41,6	2,6 %
ANC	30-juin-23	31,7	31,7	31,7	25,1 %
	coupon détaché	21,3	21,3	21,3	85,9 %

(1) Prime offerte par le prix d'offre de 50 € dans le cas des cours de bourse "coupon attaché"

Afin de réaliser notre mission et apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Boiron visées par l'Offre, nous avons en premier lieu examiné les accords conclus dans le cadre de la prise de participation indirecte de EW Healthcare dans Boiron, en vérifiant en particulier (i) que l'ensemble des opérations d'apport et de cession avaient été réalisées à un prix égal, par transparence, à celui de l'Offre, (ii) que les taux rémunérant les obligations convertibles OC_{2023}, y compris en cas de non-conversion, n'étaient pas supérieurs aux taux de marché[46], et (iii) que le pacte d'associés ne comportait pas d'élément susceptible de remettre en cause l'équité de traitement entre les actionnaires de Boiron.

Nous avons ensuite mené nos travaux d'évaluation en mettant en œuvre l'ensemble des méthodes habituellement utilisées dans le cadre d'une expertise indépendante, en présentant d'abord, sans les retenir pour la formation de

[45] 50 €dividende exceptionnel attaché.
[46] Ils sont en l'occurrence inférieurs aux taux de marché.

notre opinion, la méthode des transactions comparables (en raison de l'opacité entourant ces opérations, du manque de fiabilité de l'information disponible et de l'existence d'une prime de contrôle), les objectifs de cours des analystes (en raison d'un suivi limité à 3 analystes et du caractère spéculatif du titre après l'annonce de l'Offre) et de l'actif net comptable.

Nous avons retenu à titre secondaire (en raison du caractère singulier de Boiron, seul acteur coté dans le secteur de l'homéopathie), la méthode des comparables boursiers laquelle aboutit à une valeur centrale de l'action Boiron de 35,6 € sur laquelle le Prix d'Offre extériorise une prime de 11,2 %.

Nous avons également retenu le critère du cours de bourse, sur lequel le prix d'Offre fait ressortir une prime sur la valeur centrale comprise 29,5 % et 39,2 % (coupon détaché).

La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (méthode DCF) a été mise en œuvre à titre principal sur la base du plan d'affaires 2023-2027 révisé en novembre 2023, après la publication des résultats semestriels et du chiffre d'affaires du 3ème trimestre 2023. Cette approche, dans son application par la somme des parties (ou SOTP), considérée comme plus pertinente, conduit à une fourchette de valeurs comprises entre 35,7 € et 41,3 €, avec une valeur centrale de 38,4 € sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime de 3,2 %.

S'agissant de cette dernière méthode, nous notons d'abord que les fourchettes de valeurs auxquelles nous aboutissons (SOTP et BP consolidé) sont cohérentes avec celles issues des travaux des analystes financiers. Nous relevons ensuite que la prime extériorisée sur la valeur centrale par cette approche peut être considérée comme faible, voire insuffisante, au regard des niveaux de prime habituellement offerts lors d'offres publiques susceptibles de déboucher sur un retrait obligatoire.

Nous considérons toutefois que ce constat doit être relativisé. En effet les investisseurs, largement consultés lors du processus de recherche d'un partenaire, n'ont montré qu'un intérêt limité pour la Société, et l'entrée minoritaire au capital n'a été possible qu'en échange de concessions importantes accordées par les actionnaires familiaux à l'Investisseur (cf. §4.1). Ainsi, même si ni le prix d'entrée de l'Investisseur pour la prise de participation minoritaire au capital de l'Initiateur, égal par transparence au prix d'Offre, ni le prix de réalisation des opérations de cession et d'apport, également identique au prix d'Offre, ne peuvent constituer une référence de valeur principale en tant que telle, le processus qui y a conduit et les accords qui en découlent nous paraissent conforter le prix d'Offre.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 39,64 € par action Boiron proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 27 décembre 2023

BM&A Advisory & Support

Pierre Béal	Stéphane Marande
Associé	Directeur exécutif

8 | ANNEXES

8.1 Lettre de mission

BOIRON
Votre santé mérite le plus grand respect

BM&A
Monsieur Pierre BEAL
11, rue de Laborde
75008 Paris

Messimy, le 7 septembre 2023

Cher Monsieur,

Présent aujourd'hui dans près de cinquante pays, BOIRON (la « **Société** ») est pionnière dans l'homéopathie et l'un des leaders actuels, tant en France qu'à l'international, et développe aussi d'autres solutions de santé efficaces et sures.

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris sous le Code ISIN FR0000061129 (mnémonique : BOI).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** »), BRYAN, GARNIER & Co, BNP PARIBAS et CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL (les « **Banques Présentatrices** ») doivent déposer auprès de l'AMF pour le compte de la société BOIRON DEVELOPPEMENT (l « **Initiateur** »), la proposition irrévocable de ce dernier à l'ensemble des actionnaires de la Société, d'acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur au prix unitaire de 39,64 euros par action dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l' « **Offre** »), et qui pourrait être suivie, si les conditions en sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Lors de sa réunion du 4 juillet 2023, le Conseil d'administration de la Société a mis en place en son sein un comité *ad hoc* (le « **Comité** »), ayant pour mission d'examiner les termes et conditions du projet d'Offre qui serait déposé, en ce compris les accords ou éléments susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, de suivre le déroulement de l'opération, de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil d'administration.

Dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, le Conseil d'administration de la Société a procédé, le 18 juillet 2023, en application des dispositions de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF et sur recommandation du Comité, à la désignation du cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre BEAL, en qualité d'expert indépendant, chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société, y compris dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire. C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir la présente lettre de mission.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08

www.boiron.com
Siège social : 2, avenue de l'Ouest Lyonnais - CS 50101 - 69510 Messimy - France - Téléphone : +33 (0)4 78 45 61 00 - Télécopie : +33 (0)4 78 45 61 02
Boiron : SA au capital de 17 545 408 € - 967 504 697 RCS Lyon - NAF 2120Z

1

VLM

relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société proposé aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Il devra permettre au Conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

- 261-1, I, 1° dans la mesure où la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre ;

- 261-1, I, 2° en raison de l'existence d'accords avec l'Initiateur susceptibles d'affecter l'indépendance des dirigeants de la Société ;

- 261-1, I, 4° en raison de l'existence d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ; et

- 261-1, II en raison de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant :

- Début de la mission en août 2023 ;

- A la suite du dépôt auprès de l'AMF du projet de note d'information de l'Initiateur, par les Banques Présentatrices, lequel devrait intervenir dans le courant du dernier trimestre 2023, délivrance de votre rapport en amont de la réunion du Conseil d'administration de la Société devant émettre un avis motivé sur l'Offre.

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoit, qu'une fois désigné, l'expert indépendant doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Par ailleurs, compte tenu des caractéristiques de l'Offre (offre de fermeture), un délai minimum de quinze jours de bourse doit être respecté entre le dépôt de la note d'information et la remise de votre rapport.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par le cabinet BM&A dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisées 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 les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

- *des entretiens avec le management de la Société et le Comité ;*

Vrf

- la détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, DCF, comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société, etc.) ;

- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par les Banques Présentatrices ;

- l'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF ;

- l'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ; et

- la gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires de la Société et l'AMF.

Conflit d'intérêts

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet BM&A, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veuillez agréer, cher Monsieur, en l'expression de nos salutations distinguées.

Madame Valérie Lorentz-Poinsot,
Directrice Générale de BOIRON SA.

3

8.2 Bêtas moyens des échantillons de comparables boursiers

Le coefficient bêta est l'un des paramètres principaux du MEDAF[47]. Il permet le passage entre le risque systématique du marché, mesuré par la prime de risque, et le risque systématique de l'objet évalué. Pour les besoins de nos travaux nous avons mis en œuvre une approche usuelle en calculant les bêtas au 31 octobre 2023 des comparables boursiers sur une période de trois ans, en retenant un lissage et un indice de référence adapté au marché de cotation du comparable considéré.

Les bêtas ainsi calculés ont ensuite été ajustés pour tenir compte de l'effet du levier financier (qui augmente mécaniquement le bêta lorsqu'il est positif et le réduit lorsqu'il est négatif) avant de calculer le niveau moyen pour les sociétés composant l'échantillon de comparables boursier, pondéré par le coefficient de détermination associé à chaque bêta afin de limiter le biais introduit par une éventuelle décorrélation des variations de cours des sociétés considérées et celles de l'indice de référence.

Nous présentons également, à titre indicatif, le bêta observé pour le titre Boiron à la date d'annonce, qui ressort toutefois non significatif (coefficient de détermination R^2 inférieur à 10 %).

8.2.1 Echantillon de référence « OTC »

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	β (1)	R²	Indice	Capi. en m€ (1)	V(Mino.) en m€ (1)	DFN (T) en m€ (1)	Levier (fonds propres) (1)(2)	β hors dette
Boiron SA	**25,8%**	**0,51**	**8,4%**	**CAC SMALL**	**710,1**	**(0,1)**	**(245,4)**	**(34,6%)**	**0,77**
Dermapharm Holding SE	29,8%	1,47	47,5%	EURO STOXX	2 993,2	2,0	402,0	13,4%	1,34
Prestige Consumer Healthcare	27,0%	0,54	13,6%	S&P 500	2 412,8	-	1 250,1	51,8%	0,39
Perrigo Company PLC	27,0%	0,55	10,1%	S&P 500	4 769,0	-	2 374,8	49,8%	0,41
Faes Farma SA	25,0%	0,71	22,1%	IBEX MEDIUM CAP	1 075,0	1,4	(67,3)	(6,3%)	0,76
Virbac SA	25,8%	0,85	15,7%	EURO STOXX	2 544,6	11,4	(113,9)	(4,5%)	0,89
Vetoquinol SA	25,8%	0,81	17,1%	CAC SMALL	1 228,0	0,1	(57,4)	(4,7%)	0,85
Intercos SpA	27,9%	1,04	19,7%	EURO STOXX	1 284,6	2,0	82,4	6,4%	0,99
Edgewell Personal Care Co	27,0%	0,96	25,2%	S&P 500	1 842,5	-	894,9	48,6%	0,71
PZ Cussons PLC	25,0%	0,81	20,9%	FTSE ALL SHARE	1 045,6	27,4	13,5	1,3%	0,81
Enervit SpA	27,9%	0,61	39,2%	EURO STOXX	59,5	-	0,0	0,0%	0,61
USANA Health Sciences Inc	27,0%	0,57	14,8%	S&P 500	1 364,7	-	(200,6)	(14,7%)	0,67
Moyenne	26,8%	**0,81**	**22,4%**		1 874,5		416,2	**12,8%**	**0,77**
Médiane	27,0%	**0,81**	**19,7%**		1 364,7		13,5	**1,3%**	**0,76**
Moyenne pondérée par les R²	27,3%	**0,89**			1 723,3		314,0	**11,0%**	**0,84**

(1) Calculé sur une période de 3 ans
(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. +V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette

Marge d'erreur à 95%	16,8 %	0,18
Fourchette basse	(3,9)%	0,59
Moyenne	12,8 %	0,77
Fourchette haute	29,6 %	0,95

8.2.2 Echantillon de référence « Cannabis »

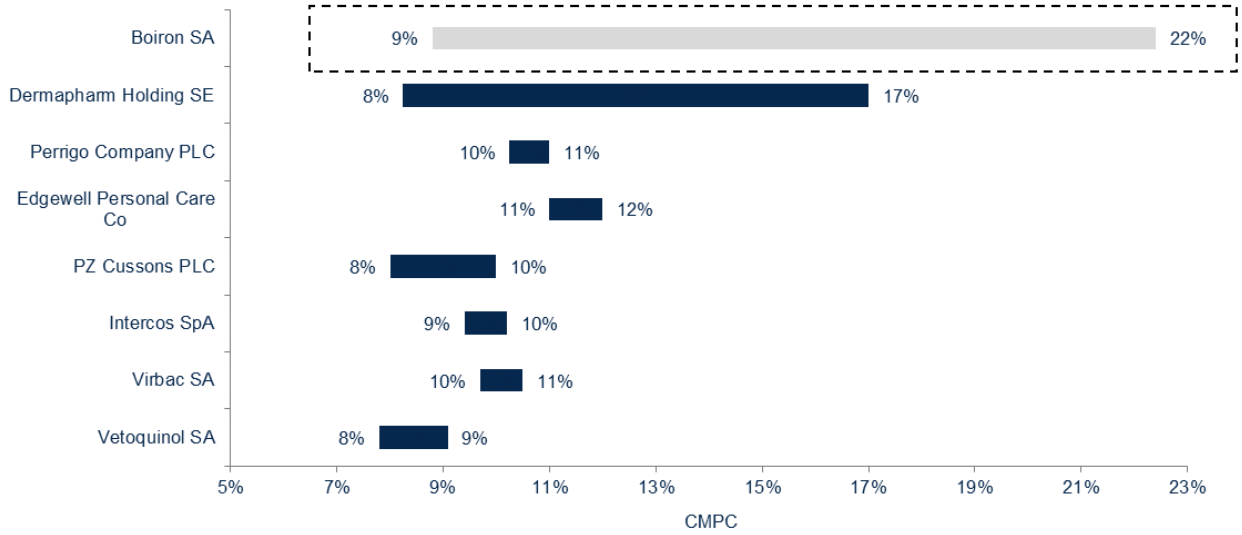
Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	β (1)	R²	Indice	Capi. en m€ (1)	V(Mino.) en m€ (1)	DFN (T) en m€ (1)	Levier (fonds propres) (1)(2)	β hors dette
Ayr Wellness Inc	28,0%	1,60	11,6%	S&P/TSX SMALLCAP	474,3	0,6	198,2	41,7%	1,23
Cann Group Ltd	30,0%	1,53	11,8%	S&P/ASX 50	62,4	-	21,4	34,3%	1,23
Cannabist Company Holdings Inc	27,0%	1,62	12,1%	S&P 500	762,4	(13,4)	214,3	28,6%	1,34
Curaleaf Holdings Inc	28,0%	1,07	12,8%	S&P/TSX SMALLCAP	4 262,1	73,2	526,4	12,1%	0,99
C21 Investments Inc	28,0%	1,45	18,3%	S&P/TSX SMALLCAP	58,8	-	5,1	8,6%	1,37
Green Thumb Industries Inc	28,0%	1,39	16,2%	S&P/TSX SMALLCAP	3 347,7	0,6	37,5	1,1%	1,38
Jushi Holdings Inc	28,0%	1,66	11,1%	S&P 500	410,9	(0,3)	46,7	11,4%	1,53
Little Green Pharma Ltd	30,0%	2,08	27,1%	ALL ORDINARIES	48,8	-	(7,2)	(14,7%)	2,44
MariMed Inc	27,0%	1,42	11,9%	USA SMALL CAP	178,0	(1,1)	12,0	6,8%	1,35
OrganiGram Holdings Inc	28,0%	1,96	25,2%	S&P/TSX SMALLCAP	378,2	-	(57,2)	(15,1%)	2,31
Terrascend Corp	28,0%	1,96	19,7%	S&P 500	656,9	3,4	134,5	20,4%	1,71
Canopy Growth Corp	28,0%	1,78	14,2%	S&P/TSX SMALLCAP	3 868,5	(8,6)	32,7	0,8%	1,77
Moyenne	28,2%	**1,63**	**16,0%**		1 209,1		97,0	**11,3%**	**1,55**
Médiane	28,0%	**1,61**	**13,5%**		442,6		35,1	**10,0%**	**1,37**
Moyenne pondérée par les R²	28,3%	**1,69**			1 096,7		76,7	**7,3%**	**1,67**

(1) Calculé sur une période de 3 ans
(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. +V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette

Marge d'erreur à 95%	11,3 %	0,28
Fourchette basse	0,1 %	1,28
Moyenne	11,3 %	1,55
Fourchette haute	22,6 %	1,83

[47] Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers

8.3 Fourchettes de taux d'actualisation relevées dans les rapports annuels



Boiron SA : Le rapport annuel ne précise pas le détail des taux retenus mais indique une fourchette pour les différentes unités génératrices de trésorerie (UGT) comprise entre 8,8 % et 22,4 % avec un taux France de 9,6% (cf. page 148 du DEU 2022).

Dermapharm Holding SE : Le management indique le détail des taux d'actualisation par UGT. Les taux retenus sont compris entre 8,3 % et 17,0 %. La valeur extrême de 17,0% concerne l'UGT C^3 Group, société spécialisée dans le développement, production et commercialisation des cannabinoïdes naturels et synthétique (cf. page 124 du DEU 2022).

Prestige Consumer Healthcare Inc Le rapport annuel ne précise pas le détail des taux. La société n'a donc pas été incluse dans le graphique supra.

Perrigo Company PLC : Le rapport annuel ne précise pas le détail des taux retenus mais indique une fourchette pour les différentes UGT comprise entre 10,3 % et 11,0 % (cf. page 53 du DEU 2022).

Faes Farma SA : Le rapport annuel ne précise pas le détail des taux. La société n'a donc pas été incluse dans le graphique supra.

Edgewell Personal Care Co : Le rapport annuel ne précise pas le détail des taux retenus mais indique une fourchette des différentes UGT entre 11,0 % % et 12,0 %. (cf. page 38 du DEU 2022)

PZ Cussons PLC : Le management indique le détail des taux d'actualisation par UGT. Les taux retenus sont compris entre 8,0 % et 10,1 %.(cf. page 200 du DEU 2022)

Enervit SpA : Le rapport annuel ne précise pas le détail des taux. La société n'a donc pas été incluse dans le graphique supra.

USANA Health Sciences Inc : La société n'a pas été représenté sur le graphique car il n'y a pas de détails concernant le taux d'actualisation dans le DEU 2022.

Intercos SpA : Le management indique le détail des taux d'actualisation par *Business Unit*. Les taux sont compris entre 9,4 % et 10,2 % (*Make Up* : 9,6 %, *Skincare* : 10,2 %, *Hair & Body*: 9,4 %) (cf. page 130 du rapport annuel 2022).

Virbac SA : Le management indique le détail des taux d'actualisation par UGT. Les taux d'actualisations ressortent entre 9,7 % et 13,0 % avec un taux Etats-Unis de 9,7 % et un taux Europe de 10,5 %. Par soucis de comparaison, nous avons exclu de l'analyse les zones géographiques suivantes : Chili (11,5 %), Amérique Latine (12,5 %), Inde (12,0 %), Asie (10,5 %), Océanie et Afrique du sud (9,7 %) (cf. page 165 du DEU 2022).

Vetoquinol SA : Les taux retenus sont compris entre 7,8 % et 13,0 % avec un taux France de 7,8%. Par soucis de comparaison, nous avons exclu de l'analyse la valeur extrême de 13,0 % correspondant à l'UGT Vetoquinol Inde. (Vetoquinol Inde :13,0%, Vetoquinol Italie : 9,1 %, Vetoquinol USA : 9,0 %, Vetoquinol SA : 7,8 %, Vetoquinol Canada : 8,8 %) (cf. : page 168 du DEU 2022).

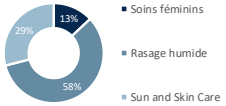
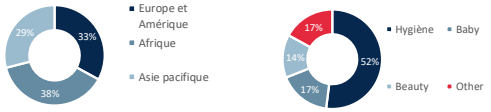
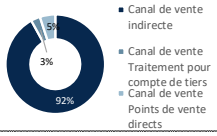
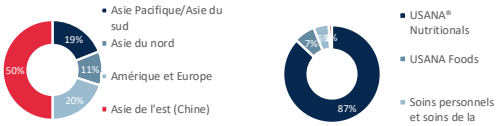
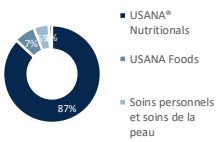
8.4 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans les échantillons des comparables boursiers

8.4.1 Echantillon OTC

Société	Description de l'activité
Dermapharm Holding SE	Dermapharm Holding SE fabrique des produits pharmaceutiques de marque sans brevet. La société exerce ses activités dans deux secteurs : 1) Les produits pharmaceutiques de marque et autres produits de santé, qui comprennent le développement interne, la production interne et la distribution de produits pharmaceutiques de marque et autres produits de santé, et 2) l'activité d'importation. La société détient plus de 250 ingrédients pharmaceutiques actifs, qui sont commercialisés sous forme de produits pharmaceutiques, de compléments alimentaires ou de régimes alimentaires équilibrés.
Prestige Consumer Healthcare	Prestige Consumer Healthcare Inc. se consacre au développement, à la fabrication, au marketing, à la vente et à la distribution de produits de santé et de soins personnels en vente libre aux grandes surfaces, aux pharmacies, aux magasins d'alimentation, aux magasins à un dollar, aux magasins de proximité, aux clubs et aux magasins de commerce électronique en Amérique du Nord (États-Unis et Canada) ainsi qu'en Australie et sur certains autres marchés internationaux. La société opère à travers deux segments : North American OTC Healthcare et International OTC Healthcare.
Perrigo	Perrigo Company plc est un fournisseur de solutions de santé et de bien-être en vente libre, conçues pour améliorer le bien-être individuel découpé en 2 segments : Consumer Self-Care Americas (CSCA) et Consumer Self-Care International (CSCI). Le segment CSCA comprend ses activités d'autosoins grand public (catégories OTC, préparations pour nourrissons et soins bucco-dentaires, et fabrication en sous-traitance) aux États-Unis et au Canada, y compris les activités d'autosoins de HRA Pharma (catégories Santé féminine et Soins de la peau) aux États-Unis et au Canada. Le segment CSCI comprend les activités d'autosoins grand public.
FAES FARMA	Faes Farma SA est spécialisée dans la recherche, la production, la distribution et la vente de médicaments sur ordonnance et génériques, de médicaments en vente libre, de compléments alimentaires et de traitements de soins personnels, ainsi que de matières premières à usage pharmaceutique. Les lignes de recherche de la société sont principalement axées sur le développement de nouveaux médicaments pour le traitement des allergies, de l'insuffisance veineuse et du syndrome du côlon irritable, entre autres. En outre, elle fournit des produits de nutrition animale.
Virbac	Virbac SA est une société pharmaceutique vétérinaire, spécialisée dans le développement et la production de vaccins et de médicaments pour les animaux domestiques et le bétail. Son portefeuille de produits comprend des médicaments pour animaux de compagnie tels que des antiparasitaires, des vaccins, des antibiotiques, des anesthésiques, des anti-inflammatoires, des produits de soins bucco-dentaires, des produits ophtalmologiques et dermatologiques destinés aux chiens, aux chats, aux chevaux, aux oiseaux et aux rongeurs, ainsi que des médicaments pour le bétail tels que des antiparasitaires et des antibiotiques Elle propose également des aliments et des puces électroniques d'identification pour les animaux de compagnie.
vetoquinol ACHIEVE MORE TOGETHER	Vetoquinol SA est une société française spécialisée dans la recherche, le développement, la fabrication, la commercialisation et la vente de médicaments et de produits vétérinaires. Le portefeuille de produits de la société est réparti entre les animaux d'élevage, tels que les bovins et les porcs, et les animaux de compagnie, notamment les chiens et les chats. L'offre de Vetoquinol SA comprend des anti-infectieux, comme Marbocyl, des anti-douleurs inflammatoires, dont Tolfedine, destiné aux chiens et aux chats, et Tolfine pour le bétail, et des traitements cardiovasculaires et néphrologiques, comme Prilium, une formule d'administration quotidienne par voie orale pour les chiens, entre autres.
intercos GROUP	Intercos SpA opère dans le secteur des produits personnels. La société est active dans la production de cosmétiques et présente sur le marché des soins de la peau Le portefeuille de produits de la société comprend deux lignes, le maquillage et les soins de la peau, qui incluent divers cosmétiques de couleur, tels que des poudres, des systèmes de distribution et des crayons, des rouges à lèvres, des fonds de teint et des soins pour les ongles, entre autres. En outre, la société propose des produits pour les soins du visage, les soins du corps, les soins solaires, les soins capillaires, les produits biologiques et les produits actifs. La société est également engagée dans la recherche et le développement en laboratoire, ainsi que dans la personnalisation des produits de soins de la peau.
Edgewell PERSONAL CARE	Edgewell Personal Care Company fabrique et commercialise des produits de soins personnels dans les catégories rasage humide, soins solaires et cutanés, et soins féminins. Elle exerce ses activités dans trois secteurs : Wet Shave, Sun and Skin Care et Feminine Care. Elle vend des produits de rasage humide, des rasoirs jetables, des produits solaires et de soin de la peau. Dans le domaine des soins féminins, la société commercialise des produits sous les marques Playtex, Stayfree, Carefree et o.b.. Elle propose des tampons sous les marques Playtex Gentle Glide, Playtex Sport, Playtex et o.b., y compris le tampon compact Playtex Sport.

Société	Description de l'activité
PZ Cussons	PZ Cussons plc exerce ses activités dans le domaine des biens de consommation. Le segment Europe et Amériques comprend la vente de produits d'hygiène, de beauté et pour bébés. Le segment Afrique comprend la vente de produits d'hygiène, de beauté et de bébé, ainsi que de produits électriques. Le segment central comprend une maison de parfumerie interne. Les marques d'hygiène de la société comprennent Joy, Carex, Imperial Leather, Original Source, Premier Cool, Haier Thermocool, Morning Fresh, Bayley's of Bond Street, Zip, Canoe, Robb et Radiant. Tropez, Sanctuary Spa, Fudge Professional, Charles Worthington, Fudge Urban et Venus for You. Les marques pour bébés de la société sont Rafferty's Garden, Childs Farm, Cussons Baby et Cussons Kids.
ENERVIT	Enervit SpA recherche, développe et commercialise des compléments alimentaires sur le marché du sport et de la nutrition. Les lignes de produits de la société comprennent Enervit, une ligne de compléments pour le sport, l'efficacité et la récupération musculaire avant, pendant et après l'activité sportive ; Enerzona, une ligne de compléments alimentaires qui cible le marché du bien-être, qui comprend des collations, des aliments diététiques et des boissons, entre autres ; EnervitProtein, qui comprend des produits destinés au marché de la santé et de la diététique ; Gymline, qui est une ligne de produits permettant de maintenir le tonus musculaire et le développement musculaire. Elle exploite une boutique en ligne.
USANA Health Sciences	USANA Health Sciences, Inc. est une entreprise mondiale de vente directe de produits de santé et de bien-être personnels qui développe et fabrique des produits nutritionnels et de soins personnels à base scientifique. Les gammes de produits de l'entreprise comprennent les Optimiseurs nutritionnels d'USANA, les Essentiels/Cellules, les aliments, les soins personnels, les soins de la peau et tous les autres produits.

Société	Agrégats		Société – Par géographie	Société – Par secteur
Dermapharm Holding SE	Capitalisation boursière	2 220,2 m€	Europe 100%	Produits pharmaceutiques et autres 9%; Importation 25%; Extraits végétaux 66%
	CA 2022	1 024,8 m€		
	% EBITDA 2022	32,3%		
	% EBIT 2022	23,8%		
	VE/EBITDA 2022	7,5x		
	VE/EBIT 2022	10,3x		
Prestige Consumer Healthcare	Capitalisation boursière	2 739,5 m€	Etats-Unis 15%; Autres 85%	Soins de santé en vente libre en Amérique du Nord 11%; International OTC Healthcare 89%
	CA 2022	1 024,2 m€		
	% EBITDA 2022	33,6%		
	% EBIT 2022	0,0%		
	VE/EBITDA 2022	11,4x		
	VE/EBIT 2022	0,0x		
Perrigo	Capitalisation boursière	4 251,9 m€	Etats-Unis 33%; Europe 64%; Autres 3%	CSCA 34%; CSCI 66%
	CA 2022	4 196,8 m€		
	% EBITDA 2022	13,0%		
	% EBIT 2022	11,1%		
	VE/EBITDA 2022	13,8x		
	VE/EBIT 2022	16,2x		
FAES FARMA	Capitalisation boursière	1 011,2 m€	Europe (Italie) 29%; Autres 71%	Spécialités pharmaceutiques 14%; Produits de nutrition et de soins pour animaux 86%
	CA 2022	438,8 m€		
	% EBITDA 2022	27,5%		
	% EBIT 2022	23,1%		
	VE/EBITDA 2022	8,0x		
	VE/EBIT 2022	9,5x		
Virbac	Capitalisation boursière	2 164,8 m€	Europe 41%; Amérique Latine 16%; Amérique du nord 13%; Afrique et Moyen-Orient 18%; 9%	Companion Animals 39%; Food Producing Animals 58%; Autres 3%
	CA 2022	1 216,2 m€		
	% EBITDA 2022	17,5%		
	% EBIT 2022	14,6%		
	VE/EBITDA 2022	9,6x		
	VE/EBIT 2022	11,5x		
vetoquinol	Capitalisation boursière	951,7 m€	Europe 48%; Amérique 17%; Asie/Pacifique 35%	Animaux de compagnie 32%; Animaux d'élevage 68%
	CA 2022	539,8 m€		
	% EBITDA 2022	20,8%		
	% EBIT 2022	18,2%		
	VE/EBITDA 2022	7,7x		
	VE/EBIT 2022	8,8x		
intercos Group	Capitalisation boursière	1 237,2 m€	EMEA 48%; Asie 17%; Amérique 35%	Make-up 16%; Skin Care 66%; Hair&Body 18%
	CA 2022	835,6 m€		
	% EBITDA 2022	14,6%		
	% EBIT 2022	8,5%		
	VE/EBITDA 2022	10,5x		
	VE/EBIT 2022	18,1x		

Société	Agrégats		Société – Par géographie	Société – Par secteur
Edgewell Personal Care	Capitalisation boursière	1 936,1 m€		
	CA 2022	2 127,4 m€		
	% EBITDA 2022	14,9%		
	% EBIT 2022	10,7%		
	VE/EBITDA 2022	10,1x		
	VE/EBIT 2022	14,0x		
PZ Cussons	Capitalisation boursière	764,7 m€		
	CA 2022	754,8 m€		
	% EBITDA 2022	14,4%		
	% EBIT 2022	11,3%		
	VE/EBITDA 2022	7,0x		
	VE/EBIT 2022	8,9x		
Enervit	Capitalisation boursière	53,3 m€		
	CA 2022	76,3 m€		
	% EBITDA 2022	12,3%		
	% EBIT 2022	7,2%		
	VE/EBITDA 2022	4,8x		
	VE/EBIT 2022	8,1x		
USANA	Capitalisation boursière	1 090,0 m€		
	CA 2022	931,3 m€		
	% EBITDA 2022	13,1%		
	% EBIT 2022	10,8%		
	VE/EBITDA 2022	7,1x		
	VE/EBIT 2022	8,6x		

8.4.2 Echantillon Cannabis

Société	Description de l'activité
AYR wellness	Ayr Wellness Inc. est un opérateur multi-états (MSO) de cannabis. Elle est un cultivateur, un fabricant et un détaillant de produits de cannabis et de produits emballés de marque de cannabis dans le secteur de la vente de cannabis. Ses produits comprennent des fleurs, des vapes, des boissons, des edibles, des concentrés et autres. Ses marques de fleurs comprennent Kynd, TrailStix et Road Tripper. Ses marques de vapes comprennent Entourage, Secret Orchard et Origyn. Ses marques de boissons comprennent CannaPunch et Levia. Secret Orchard et Wicked sont ses marques de produits comestibles. Haze est sa marque de concentré. Elle propose des boissons infusées au cannabis sans calories ni sucre.
CANN GROUP LIMITED	Cann Group Limited est une société basée en Australie qui se consacre au développement, à la production et à la fourniture de médicaments innovants à base de cannabis. Les principales activités de la société comprennent la culture de cannabis médicinal à des fins médicales et de recherche conformément aux licences et permis délivrés au groupe, le développement et la fabrication (par le biais d'accords avec des tiers) de formulations de produits finis, ainsi que la poursuite et l'exécution de divers accords d'approvisionnement avec des tiers. La société fournit une gamme de fleurs séchées et de produits à base d'huile, ainsi que des ingrédients pharmaceutiques actifs et des extraits, à des clients en Australie et dans le monde entier.
THE CANNABIST COMPANY	The Cannabist Company Holdings Inc est un cultivateur, un fabricant et un fournisseur de produits du cannabis et de services connexes, avec des licences dans 16 juridictions des États-Unis. Elle est un fournisseur de cannabis dans plusieurs États des États-Unis et fournit des produits et des services aux marchés de l'usage médical et de l'usage adulte. Elle a lancé Cannabist, sa marque de vente au détail, créant ainsi un réseau national de dispensaires qui s'appuie sur des plateformes technologiques exclusives. La société propose des produits allant de la fleur aux edibles, en passant par les huiles et les comprimés, et fabrique diverses marques, dont Seed & Strain, Triple Seven, Hedy, gLeaf, Classix, Press et Amber.
curaleaf	Curaleaf Holdings, Inc. est un fournisseur international de produits de consommation de cannabis. Elle offre un service, une sélection de produits et une accessibilité sur les marchés de l'usage médical et de l'usage adulte. Elle associela science et la recherche à la culture, à l'extraction et à la production. Curaleaf est la marque nationale des dispensaires de détail aux États-Unis et une marque de cannabis grand public disponible dans de nombreux États et formats de produits : Huiles et concentrés pour la vaporisation, fleurs, prerolls et Flower Pods, lotions topiques, gélules et teintures, menthes et pastilles, et produits comestibles.

Société	Description de l'activité
C21 INVESTMENTS	C21 Investments Inc cultive, transforme et distribue du cannabis et des produits de consommation dérivés du chanvre. Elle se concentre sur la création de valeur par l'acquisition et l'intégration disciplinées d'actifs de vente au détail, de fabrication et de distribution sur des marchés stratégiques, en tirant parti des revenus de l'industrie de la vente au détail avec des produits de consommation emballés de marque sur plusieurs marchés. Ces marques produisent et distribuent une large gamme de produits à base de tétrahydrocannabinol (THC) et de cannabidiol (CBD), qu'il s'agisse de fleurs de cannabis, de pré-rouleaux, d'huile de cannabis, de cartouches pour vaporisateurs ou de produits comestibles.
Green Thumb	Green Thumb Industries Inc. est une société de biens de consommation emballés de cannabis qui exerce ses activités dans deux secteurs : Consumer Packaged Goods et Retail. Le secteur des biens de consommation emballés est engagé dans la culture, la production et la vente de produits de cannabis aux magasins de détail. Le secteur de la vente au détail s'occupe de la vente au détail de cannabis aux patients et aux consommateurs. Son portefeuille de biens de consommation emballés se compose d'unités de stockage (SKU) dans toute une série de catégories de produits de cannabis, y compris les fleurs, les pré-rouleaux, les concentrés, les vapes, les capsules, les teintures, les edibles, les produits topiques et autres produits liés au cannabis.
Jushi	Jushi Holdings Inc. exerce des activités de vente au détail, de distribution, de culture et de transformation sur les marchés de l'usage médical et de l'usage adulte. Elle possède ou gère des exploitations de cannabis et/ou détient des licences sur le marché du cannabis à usage adulte et/ou médical. Ses marques sont :1) The Bank : des fleurs préemballées, des blunts infusés et des pre-rolls ; 2) The Lab : cartouches de vapotage, de produits jetables et de concentrés ; 3) Seche : des produits tels que Fine Grind (Shake), Fine Flower (Popcorn) et Singles (Pre-Rolls); 4) Tasteology : marque de produits comestibles qui propose des gommes et des tablettes à mâcher de première qualité, à base de vrais fruits et infusées au cannabis; 5) Hijinks : marque de fleurs.
little green pharma	Little Green Pharma Ltd est une entreprise mondiale de cannabis médicinal dont les activités vont de la culture et de la production à la fabrication et à la distribution.Elle dispose de deux sites de production mondiaux pour la fabrication de ses gammes de produits de cannabis médicinal de marque propre et de marque blanche, et une installation de culture et de fabrication en intérieur. La société se concentre sur l'accès des patients au marché mondial du cannabis médicinal et s'engage activement dans la promotion de programmes d'éducation et de sensibilisation, ainsi que dans la participation à des investigations cliniques et à des projets de recherche visant à développer de nouveaux systèmes d'administration.
MariMed Inc.	MariMed Inc. développe, exploite et gère des installations pour la culture, la production et la distribution de cannabis à usage médical et pour adultes. Elle se concentre sur le développement de ses propres marques de fleurs de cannabis, de concentrés, de produits comestibles et d'autres produits à dosage précis utilisant ses souches et ses formulations. Elle accorde également des licences pour ses marques de produits infusés au cannabis et au chanvre. Elle propose également des pâtisseries molles et à mâcher et un mélange pour chocolat chaud ; des mélanges de boissons énergétiques en poudre infusées au cannabis pour une consommation discrète et sur le pouce, ainsi que des fleurs, des vapes et des produits comestibles.
ORGANIGRAM	OrganiGram Holdings Inc. se concentre sur la production de cannabis cultivé en intérieur pour les patients et les consommateurs récréatifs adultes par l'intermédiaire de ses filiales, Organigram Inc (Organigram) et Laurentian Organic Inc. Organigram est un producteur agréé de cannabis et de produits à base d'extraits. Elle fabrique également des produits à mâcher infusés au cannabis au Canada. La société produit du cannabis pour les patients et les consommateurs adultes à des fins récréatives.Laurentian Organic Inc. est un producteur autorisé de cannabis et de produits dérivés du cannabis au Canada.
TERRASCEND	TerrAscend Corp.fournit des produits, des marques et des services liés au cannabis aux marchés cannabinoïde. Elle exploite les dispensaires The Apothecarium et Gage, ainsi que des installations de culture, de traitement et de fabrication à petite échelle sur ses principaux marchés. Elle exploite également Peninsula Alternative Health, un dispensaire médical dans le Maryland. La société possède ou exploite sous licence plusieurs entreprises et marques synergiques.
CANOPY GROWTH CORPORATION	Canopy Growth Corporation est spécialisée dans le cannabis et les biens de consommation courante. Elle se concentre dans la production, la distribution et la vente d'une gamme de produits à base de cannabis et de cannabinoïdes pour un usage adulte et médical dans cinq secteurs : 1) Canada cannabis, 2) Rest-of-world cannabis, 3) Storz & Bickel : la production, la distribution et la vente de vaporisateurs, 4) BioSteel : la production, la distribution et la vente de produits de consommation courante (boissons, mélanges, protéines, chewing-gums et bonbons à la menthe pour la nutrition sportive) et 5) This Works : la production, la distribution et la vente de produits de beauté, de soins de la peau, de bien-être et de sommeil.

Société	Agrégats		Société – Par géographie	Société – Par secteur
AYR wellness	Capitalisation boursière	-26,2 m€	Amérique du nord 100%	Vente au détail 11%; Commerce de gros 89%
	CA 2022	534,2 m€		
	% EBITDA 2022	15,1%		
	% EBIT 2022	11,9%		
	VE/EBITDA 2022	5,9x		
	VE/EBIT 2022	7,5x		
CANN GROUP LIMITED	Capitalisation boursière	31,3 m€	Australie 6%; Europe 94%	Culture du cannabis 100%
	CA 2022	1 024,8 m€		
	% EBITDA 2022	32,3%		
	% EBIT 2022	23,8%		
	VE/EBITDA 2022	7,5x		
	VE/EBIT 2022	10,3x		
THE CANNABIST COMPANY	Capitalisation boursière	437,0 m€	Amérique du nord 100%	Dispensaire 14%; Culture et commerce de gros 86%
	CA 2022	1 024,2 m€		
	% EBITDA 2022	33,6%		
	% EBIT 2022	0,0%		
	VE/EBITDA 2022	11,4x		
	VE/EBIT 2022	0,0x		
curaleaf	Capitalisation boursière	2 999,2 m€	Amérique du nord 3%; International 97%	Vente au détail 100%
	CA 2022	4 196,8 m€		
	% EBITDA 2022	13,0%		
	% EBIT 2022	11,1%		
	VE/EBITDA 2022	13,8x		
	VE/EBIT 2022	16,2x		
C21 INVESTMENTS	Capitalisation boursière	37,9 m€	Etats-Unis 100%	Cannabis récréatif 1%; Cannabis médical 99%
	CA 2022	438,8 m€		
	% EBITDA 2022	27,5%		
	% EBIT 2022	23,1%		
	VE/EBITDA 2022	8,0x		
	VE/EBIT 2022	9,5x		
Green Thumb	Capitalisation boursière	2 160,7 m€	Amérique 100%	Biens de consommation emballés 25%; Vente au détail 75%
	CA 2022	1 216,2 m€		
	% EBITDA 2022	17,5%		
	% EBIT 2022	14,6%		
	VE/EBITDA 2022	9,6x		
	VE/EBIT 2022	11,5x		
Jushi	Capitalisation boursière	141,4 m€	Amérique du nord 100%	Vente au détail 7%; Commerce de gros 93%
	CA 2022	539,8 m€		
	% EBITDA 2022	20,8%		
	% EBIT 2022	18,2%		
	VE/EBITDA 2022	7,7x		
	VE/EBIT 2022	8,8x		
little green pharma	Capitalisation boursière	29,9 m€	Europe 15%; Australie 85%	Produits pétroliers 47%; Produits floraux 53%
	CA 2022	835,6 m€		
	% EBITDA 2022	14,6%		
	% EBIT 2022	8,5%		
	VE/EBITDA 2022	10,5x		
	VE/EBIT 2022	18,1x		
MariMed Inc.	Capitalisation boursière	164,1 m€	Amérique 100%	Vente au détail 6%; Commerce de gros 24%; Autres 70%
	CA 2022	2 127,4 m€		
	% EBITDA 2022	14,9%		
	% EBIT 2022	10,7%		
	VE/EBITDA 2022	10,1x		
	VE/EBIT 2022	14,0x		
ORGANIGRAM	Capitalisation boursière	122,6 m€	Canada 100%	Vente au détail 33%; Commerce de gros 67%
	CA 2022	754,8 m€		
	% EBITDA 2022	14,4%		
	% EBIT 2022	11,3%		
	VE/EBITDA 2022	7,0x		
	VE/EBIT 2022	8,9x		
TERRASCEND	Capitalisation boursière	570,7 m€	Etats-Unis 100%	Vente au détail 26%; Commerce de gros 74%
	CA 2022	76,3 m€		
	% EBITDA 2022	12,3%		
	% EBIT 2022	7,2%		
	VE/EBITDA 2022	4,8x		
	VE/EBIT 2022	8,1x		
CANOPY GROWTH CORPORATION	Capitalisation boursière	767,3 m€	Canada 15%; Etats-Unis 11%; Allemagne 74%	Cannabis 7%; Storz and Bickel 17%; BioSteel 16%; This Works 60%
	CA 2022	931,3 m€		
	% EBITDA 2022	13,1%		
	% EBIT 2022	10,8%		
	VE/EBITDA 2022	7,1x		
	VE/EBIT 2022	8,6x		

BM&A
Advisory & Support

11 rue de Laborde • 75008 Paris
+33(0)1 40 08 99 50 • www.bma-groupe.com

Société d'expertise comptable

Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 €
RCS Paris 513 273 763

Conseil et support opérationnels

Audit

Conseil financier

Maîtrise des risques Et Compliance

9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur le site Internet de la Société, exclusivement dédié à l'Offre (www.opas-boiron.com) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de BOIRON SA, 2, avenue de l'Ouest Lyonnais, 69510 Messimy.

10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« *Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les informations figurant dans la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.* »

Madame Valérie Lorentz-Poinsot, agissant en qualité de Directrice Générale de BOIRON SA.