

Projet de note d'information déposée auprès de l'AMF en date du 15 avril 2010

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION
RELATIVE A L'OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT PAR**



**PORTANT SUR 2.857.142 ACTIONS ETAM DEVELOPPEMENT
EN VUE DE LA REDUCTION DE SON CAPITAL**

Présentée par



PRIX DE L'OFFRE : 35 euros par action

DUREE DE L'OFFRE : 20 jours calendaires

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR ETAM DÉVELOPPEMENT

AVIS IMPORTANT

L'Offre sera ouverte, conformément aux dispositions de l'article 231-32 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le lendemain de la publication le 1^{er} juin 2010 par ETAM Développement d'un communiqué indiquant que les résolutions relatives à l'offre publique de rachat d'actions et à la réduction du capital ont été valablement adoptées par l'assemblée générale extraordinaire du 31 mai 2010.



Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 15 avril 2010, conformément aux dispositions des articles 231-13 et 231-16 de son Règlement général.

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

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de ETAM Développement (www.etamdeveloppement.com), et peut être obtenu sans frais auprès de :

ETAM Développement,
57 rue Henri Barbusse,
92110 Clichy

Rothschild & Cie Banque,
23 Bis avenue de Messine
75008 PARIS

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'ETAM Développement seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de rachat selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	4
1.1	Présentation de l'Offre et identité de l'initiateur	4
1.2	Motifs de l'Offre et Intentions de l'Initiateur	4
1.2.1	Motifs de l'Offre	4
1.2.2	Répartition du capital et des droits de vote d'ETAM Développement avant l'opération	5
1.2.3	Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir	5
1.3	Caractéristiques de l'Offre	6
1.3.1	Conditions de l'Offre.....	6
1.3.2	Termes de l'Offre.....	6
1.3.3	Titres visés par l'Offre	7
1.3.4	Titres financiers donnant accès à terme au capital de la Société.....	7
1.3.5	Mécanismes de réduction	7
1.3.6	Modalités de l'Offre et mise à disposition des informations relatives à l'Offre.....	8
1.3.7	Calendrier indicatif de l'Offre	10
1.3.8	Engagements des principaux actionnaires d'ETAM Développement	10
1.3.9	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	11
1.4	Régime fiscal de l'Offre d'ETAM Développement	11
1.4.1	Personnes physiques résidentes de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel.....	12
1.4.2	Personnes morales dont le siège social est en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés	13
1.4.3	Non résidents	14
1.5	Modalités de financement et frais liés à l'Offre	14
1.6	Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière d'ETAM Développement.....	14
1.6.1	Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote	14
1.6.2	Incidence sur les comptes d'ETAM Développement	14
1.6.3	Incidence sur la capitalisation boursière	15
1.7	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre	15
2	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT	15
2.1	Méthodes d'évaluation.....	15
2.2	Eléments financiers utilisés pour les travaux d'évaluation	16
2.2.1	Plan d'affaires 2010-2013	16
2.2.2	Dette financière nette consolidée et autres éléments entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres	17
2.2.3	Nombre d'actions dilué au 31/12/2009.....	18
2.3	Méthodes d'évaluations retenues.....	19
2.3.1	Analyse du cours de bourse et des objectifs de cours des analystes de recherche	19
2.3.2	Actif net comptable.....	21
2.3.3	Valorisation par actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles	21

2.3.4	Valorisation par application des multiples boursiers de sociétés comparables	23
2.3.5	Valorisation par application des multiples de transactions comparables.....	24
2.4	Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre	26
3	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	27
3.1	Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées	27
3.1.1	Présentation d'Accuracy	27
3.1.2	Personnel associé à la réalisation de la mission	28
3.1.3	Déclaration d'indépendance.....	28
3.1.4	Rémunération	28
3.1.5	Diligences effectuées	28
3.2	Contexte et objectifs de l'Opération.....	30
3.2.1	Présentation de la Société	30
3.2.2	Statut boursier de la Société	32
3.2.3	Objectifs et caractère équitable de l'Opération	34
3.3	Evaluation de la Société	35
3.3.1	Références d'évaluation disponibles.....	35
3.3.2	Définition de la démarche d'évaluation	36
3.3.3	Méthode DCF	37
3.3.4	Méthode des comparaisons boursières	40
3.3.5	Méthode des transactions comparables	41
3.4	Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre présentés par la Banque.....	42
3.4.1	Démarche d'évaluation.....	42
3.4.2	Méthode DCF	42
3.4.3	Méthodes des comparaisons boursières	43
3.4.4	Synthèse	44
3.5	Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.....	44
4	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE	45
5	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	45
6	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION.....	45

1 PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre et identité de l'initiateur

La gérance de la société ETAM développement, société en commandite par actions, au capital de 16.416.415 euros, dont le siège social est situé 67/73, rue de Rivoli, 75001 Paris, immatriculée sous le numéro unique d'identification 308 382 035 R.C.S. Paris (la « Société »), dans sa séance du 14 avril 2010, a décidé de mettre en œuvre un rachat d'actions ETAM Développement auprès de ses actionnaires portant sur 2.857.142 actions soit environ 26,5 % de son capital social dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions en vue de leur annulation, en application des dispositions des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce (ci-après « l'Offre »).

La totalité des actions composant le capital d'ETAM Développement, soit 10.768.463 actions au 31 mars 2010, sont admises aux négociations sur le marché Euronext de NYSE Euronext Paris SA (« *Nyse Euronext Paris* ») (Compartiment B) sous le code ISIN FR0000035743 mnémonique « TAM ».

L'Offre projetée est effectuée sous réserve du vote, par l'assemblée générale extraordinaire convoquée par la gérance pour le 31 mai 2010, de la huitième résolution relative à la réduction de capital portant sur un nombre maximum de 2.857.142 actions par annulation des actions qui auraient été préalablement rachetées par la Société.

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

1.2.1 Motifs de l'Offre

La Société constate que les volumes d'actions ETAM Développement échangés chaque jour sur le marché sont faibles avec 17.790 actions (moyenne des trois derniers mois précédant le dépôt du présent projet d'Offre), soit 0,2% du capital. Sur un an, ces échanges cumulés s'élèvent à 3,0 millions actions ETAM Développement, soit seulement 27,5% du capital de la Société. Dans un contexte où l'ensemble des actionnaires d'ETAM Développement ne disposent pas d'une liquidité suffisante sur le marché secondaire du titre, la Société souhaite leur offrir une liquidité.

Après une forte progression du cours de +144% depuis un an (17 avril 2009, après annonce des résultats 2008), cette opération constitue une opportunité offerte aux actionnaires qui le souhaitent de céder tout ou partie de leurs actions à un prix présentant les primes suivantes par rapport aux cours récents : 18,6% par rapport au cours de clôture du 13 avril 2010 (veille de la suspension du cours), 35,3% par rapport au cours moyen (pondéré par les volumes) du dernier mois, 52,2% par rapport au cours moyen (pondéré par les volumes) des trois derniers mois et 71,9% par rapport au cours moyen (pondéré par les volumes) des six derniers mois.

Pour les actionnaires qui n'apporteraient pas à l'Offre, cette opération aura un effet relatif sur le bénéfice net par action.

Ce projet ne remet pas en cause la stratégie d'investissement de la Société. En effet, ETAM Développement souhaite poursuivre une stratégie d'ouvertures et de rénovation de magasins en investissant dans ses différentes enseignes. Par ailleurs, aucune opération de croissance externe significative n'est actuellement envisagée.

Ce projet préserve les équilibres financiers d'ETAM Développement dans la mesure où la capacité d'autofinancement de la Société couvre les variations de son besoin en fonds de roulement ainsi que ses investissements, selon les projections de la Société.

A la date de la présente note d'information, le concert majoritaire des familles Milchior et Tarica (le « Concert ») détient 5.419.317 actions de la Société représentant 50,33% du capital et 10.575.634 droits de vote représentant 61,60% des droits de vote d'ETAM Développement. Le Concert a annoncé qu'il n'apporterait aucune de ses actions à l'Offre, ce qui évitera que les ordres d'apport des actionnaires minoritaires qui apporteront à l'offre soient réduits proportionnellement.

Du fait de la relation qu'entraînera l'Offre, certains membres du concert franchiront des seuils les obligeant à demander une dérogation à l'Autorité des Marchés Financiers à l'obligation de déposer une Offre publique. Il est dans l'intention du Concert de voter en faveur des résolutions relatives à l'Offre. Toutefois, le Concert a informé la Société qu'il se réserve la faculté de reconsidérer le sens de son vote à l'assemblée générale extraordinaire du 31 mai 2010 si les dérogations obtenues faisaient l'objet d'un recours.

1.2.2 Répartition du capital et des droits de vote d'ETAM Développement avant l'opération

Répartition du capital au 31/03/2010

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Famille Milchior (1)	4 222 612	39,21 %	8 182 224	47,66 %
Famille Tarica	1 196 705	11,11 %	2 393 410	13,94 %
Total Concert	5 419 317	50,33 %	10 575 634	61,60 %
Autres	5 349 146	49,67 %	6 592 066	38,40 %
TOTAL	10 768 463	100,00 %	17 167 700	100,00 %

(1) Dont, par l'intermédiaire de la société Fitema participations, 2 773 680 actions et 5 547 360 droits de vote, soit 25,76 % du capital et 32,31 % des droits de vote.

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

Stratégie

La Société entend poursuivre la mise en œuvre de sa stratégie actuelle, à savoir le développement de ses différentes enseignes de lingerie et de prêt-à-porter en Europe et en Chine.

Emploi – Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre

L'opération n'entraînera pas de changement au sein de la direction en place ou des organes sociaux et n'aura pas d'impact en matière d'emploi.

Dans le cadre de l'information de l'Unité Economique et Sociale (UES) en application des dispositions de l'article L. 2323–21 du Code du travail, l'UES sera réunie dans les meilleurs délais après le dépôt du projet d'Offre. Au cours de cette réunion, un exemplaire du projet de note d'information sera transmis à l'UES.

En outre, conformément à l'article L. 2323–22 du Code du travail, la note d'information visée par l'AMF sera transmise à l'UES dans les trois jours de sa mise en ligne sur le site internet de l'AMF.

Statut juridique de la Société

Il n'est pas envisagé de modifier les statuts de la Société à la suite de l'Offre.

Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre

Cette opération n'aura pas pour conséquence le retrait des actions ETAM Développement du compartiment B de Nyse Euronext Paris.

Distribution de dividendes

ETAM Développement poursuivra sa politique de distribution de dividendes en fonction de sa capacité distributive. Il est précisé que la gérance proposera à l'assemblée générale des actionnaires d'ETAM Développement en date du 31 mai 2010, de ne pas distribuer de dividende au titre du résultat 2009.

A titre d'information, la distribution de dividendes a évolué, au titre des exercices précédents, comme suit :

Au titre de :	2005	2006	2007	2008
Dividendes (€ par action)	0.3	0.5	0.5	0

Actions détenues par la Société

La Société ne détient aucune action ETAM Développement. Elle a résilié son contrat de liquidité le 20 novembre 2009.

Synergies, gains économique et perspective d'une fusion

L'Offre ne s'inscrivant pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés, il n'existe pas de synergies ou d'économies qui lui soient liées. En outre, aucune perspective de fusion ne peut être envisagée dans le cadre de l'Offre.

1.3 Caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Conditions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la banque Rothschild & Cie Banque, agissant pour le compte d'ETAM Développement, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique de rachat d'actions effectuée en vertu de l'article 233-1 5° du Règlement général de l'AMF et portant sur un nombre maximum de 2.857.142 actions ETAM Développement soit près de 26,5% du capital. L'Offre est effectuée sous réserve du vote, par l'assemblée générale extraordinaire convoquée par la gérance pour le 31 mai 2010, de la résolution relative à la réduction de capital portant sur un nombre maximum de 2.857.142 actions par annulation des actions qui auraient été préalablement rachetées par la Société. Conformément à l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la banque Rothschild & Cie Banque garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par ETAM Développement dans le cadre de l'Offre.

1.3.2 Termes de l'Offre

Offre de Rachat visant les actions ETAM Développement.

A l'issue de l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire d'ETAM Développement convoquée pour le 31 mai 2010 et sous réserve qu'elle ait approuvé la résolution relative à la réduction de capital, la Société proposera à ses actionnaires de racheter au prix de 35 euros par action, par voie d'offre publique de rachat d'actions, un nombre maximum de 2.857.142 actions de la Société, soit près de 26,5% de son capital social au 31 mars 2010 en vue de leur annulation ultérieure, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce.

La Société publiera le 1^{er} juin 2010, dans les conditions de l'article 231-37 du Règlement général de l'AMF, un communiqué indiquant si les résolutions ci-dessus ont été approuvées par ladite assemblée générale extraordinaire.

Ce communiqué sera mis en ligne sur le site Internet de la Société (<http://www.etamdeveloppement.com>).

1.3.3 Titres visés par l'Offre

Au 31 mars 2010, le capital de la Société est composé de 10.768.463 actions et de 17.167.700 droits de vote.

L'Offre porte sur un nombre maximum de 2.857.142 actions, soit environ 26,5% des actions composant le capital social d'ETAM Développement au 31 mars 2010.

Options d'achat et de souscription d'actions ETAM Développement :

Au 31 décembre 2009, il existait 50 000 options de souscription ou d'achat d'actions émises par ETAM Développement susceptibles d'être exercées pendant la durée de l'Offre à un prix d'exercice de 9,31 euros par action.

	Options de souscription d'actions				Options d'achat d'actions			
	2001	2002	2003	2004	2003	2002	2003	2004
Date d'attribution	17/09/2001	-	-	-	-	-	-	-
Date de disponibilité	17/09/2001	-	-	-	-	-	-	-
Date d'expiration	17/09/2011	-	-	-	-	-	-	-
Nombre d'options accordées	90 000	-	-	-	-	-	-	-
Nombre de bénéficiaires	1	-	-	-	-	-	-	-
Prix de souscription ou d'achat	9,31 €	-	-	-	-	-	-	-
Nombre d'options levées	40 000	-	-	-	-	-	-	-
Cumul des options en circulation au 31.12.08	50 000	50 000	50 000	50 000	0	0	0	0

Les titulaires d'options de souscription ou d'achat d'actions pourront apporter à l'Offre les actions auxquelles ces options donnent droit à condition d'avoir exercé leurs options dans un délai leur permettant d'apporter les actions reçues au plus tard le dernier jour de l'Offre. Ils devront s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Les titulaires d'options de souscription ou d'achat d'actions qui n'auront pas exercé leurs options dans un délai leur permettant d'apporter les actions reçues préalablement à la clôture de l'Offre bénéficieront d'un ajustement du nombre d'actions auxquelles ces options donnent droit, conformément à l'article R. 225-138 du Code de commerce (ancien article 174-9 A du décret du 23 mars 1967).

1.3.4 Titres financiers donnant accès à terme au capital de la Société

Il n'existe pas, à la date du présent projet de note d'information, de titres financiers donnant accès à terme au capital de la Société.

1.3.5 Mécanismes de réduction

Dans le cas où le nombre d'actions apportées par les actionnaires à l'Offre serait supérieur au nombre d'actions visées par l'Offre, il sera fait application des mécanismes de réduction usuels dans le cadre de ce type d'opération.

Ainsi, il sera procédé, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire ou titulaire, conformément aux dispositions de l'article R. 225-155 du Code de commerce (ancien article 183 du décret du 23 mars 1967).

Par conséquent, lors de leur demande de rachat, les actionnaires devront faire bloquer les actions non présentées au rachat et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leur intermédiaire financier jusqu'à la publication du résultat de l'Offre, ces-dernières étant, le cas échéant, prises en compte pour le calcul de la réduction des demandes de rachat.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction proportionnelle seront restituées à l'actionnaire.

1.3.6 Modalités de l'Offre et mise à disposition des informations relatives à l'Offre

1.3.6.1 Mise à disposition des informations relatives à l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la banque Rothschild & Cie Banque agissant pour le compte de la Société, a déposé le 15 avril 2010 auprès de l'AMF le projet d'Offre portant sur 2.857.142 actions d'ETAM Développement au prix unitaire de 35 euros, et ce à la condition que la réduction de capital par annulation des actions rachetées dans le cadre de l'Offre soit autorisée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'ETAM Développement le 31 mai 2010.

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

Conformément à l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, le projet de note d'information tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<http://www.etamdeveloppement.com>) et peut être obtenu sans frais auprès d'ETAM Développement et de la banque Rothschild & Cie Banque.

Un communiqué de presse relatif aux termes de l'Offre a été diffusé par la Société le 15 avril 2010.

L'AMF publiera une déclaration de conformité relative à l'Offre après en avoir vérifié la conformité avec les dispositions légales et réglementaires. Cette décision de conformité emportera visa de la présente note d'information qui deviendra effectif après publication par la Société, prévue le 31 mai 2010, d'un communiqué de presse dans les conditions de l'article 231-37 du Règlement général de l'AMF indiquant que les résolutions relatives à la réduction du capital ont été valablement adoptées par l'assemblée générale extraordinaire du 31 mai 2010.

La note d'information visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives à la Société (notamment juridiques, comptables et financières) seront mises à disposition gratuitement au siège de la banque Rothschild & Cie Banque et au siège administratif de la Société, 57 rue Henri Barbusse, 92110 Clichy. Cette dernière diffusera des communiqués précisant les modalités de mise à disposition de ces documents.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités de l'Offre et le calendrier de l'opération.

L'Offre sera ouverte pendant une durée de 20 jours calendaires. Elle sera centralisée par NYSE Euronext.

1.3.6.2 Modalités de l'Offre

Transmission des demandes de rachat et/ou des ordres de vente portant sur les actions ETAM Développement par les actionnaires

Les actionnaires d'ETAM Développement qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre une demande de rachat dans le cadre de l'Offre.

Les demandes de rachat dans le cadre de l'Offre devront être transmises par les actionnaires au prestataire de services d'investissement habilité dépositaire de leurs titres, au plus tard le dernier jour de l'Offre, étant précisé que ces demandes de rachat pourront être révoquées à tout moment jusqu'à la clôture de l'Offre,

date au-delà de laquelle elles deviendront irrévocables. S'agissant d'un compte comportant plusieurs titulaires, il ne pourra être émis au maximum qu'un nombre d'ordres (demandes de rachat et ordres de vente) égal au nombre de titulaires de ce compte.

Les actions ETAM Développement inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront être converties au nominatif administré pour être apportées à l'Offre, à moins que leur titulaire n'ait demandé au préalable la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander à CACEIS, Service Middle Office, 4 rue Rouget de lisle 92862 Issy les Moulineaux, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au nominatif administré.

Les actions apportées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit.

La date de paiement du prix (versement de 35 euros par action) sera publiée par Nyse Euronext Paris et le paiement du prix sera effectué dès que la gérance d'ETAM Développement aura constaté la réduction du capital social et l'annulation des actions rachetées dans le cadre de l'Offre et que le délai d'opposition des créanciers aura expiré.

Les actions rachetées dans le cadre de l'Offre seront annulées par ETAM Développement dans les conditions prévues par l'article R. 225-158 du Code de commerce. Les actions annulées ne conféreront plus aucun droit social et ne donneront, notamment, plus droit aux dividendes.

1.3.7 Calendrier indicatif de l'Offre

15 avril 2010	Dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF
15 avril 2010	Publication du projet de note d'information sur le site de l'AMF et mise en ligne sur le site de la Société
15 avril 2010	Publication du communiqué de dépôt du projet de note d'information
11 mai 2010	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information
11 mai 2010	Mise à disposition de la note d'information de la Société visée par l'AMF
12 mai 2010	Publication d'un communiqué de mise à disposition de la note d'information
31 mai 2010	Assemblée générale extraordinaire décidant la réduction de capital portant sur un nombre maximum de 2.857.142 actions par annulation des actions qui auraient été préalablement rachetées par la Société
31 mai 2010	Début de la période d'opposition des créanciers
01 juin 2010	Diffusion d'un communiqué annonçant l'adoption par l'AGM de la réduction de capital et détaillant les conditions de l'Offre et précisant les modalités de mise à disposition du document comprenant les caractéristiques juridiques, comptables et financières de la Société conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF
02 juin 2010	Ouverture de l'Offre (ne pouvant être inférieurs à 20 jours calendaires)
21 juin 2010	Fin de la période d'opposition des créanciers
22 juin 2010	Clôture de l'Offre
6 juillet 2010 Au plus tard	Publication par NYSE Euronext Paris de l'avis de résultat de l'Offre et des conditions de règlement livraison Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
7 juillet 2010	Décision de la gérance constatant la réduction de capital
8 juillet 2010	Règlement-livraison des actions

1.3.8 Engagements des principaux actionnaires d'ETAM Développement

A la date de la présente note d'information, le Concert détient 5.419.317 actions de la Société représentant 50,33% du capital et 10.575.634 des droits de vote représentant 61,60% des droits de vote d'ETAM Développement.

Les membres du Concert ont fait part à la Société de leur engagement de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

1.3.9 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France. Les titulaires d'actions en dehors de la France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des actions peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restriction dans certains pays. 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. Les personnes disposant du présent document doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

La présente note d'information ne constitue pas une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes se trouvant aux Etats-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communications ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, les transmissions par télécopie, télex, téléphone et courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif à celui-ci ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire d'ETAM Développement ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie de la présente note d'information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) 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 Etats-Unis en relation avec l'Offre (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport de titres et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter des ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus. Pour les besoins du paragraphe qui précède, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

1.4 Régime fiscal de l'Offre d'ETAM Développement

L'attention des actionnaires est appelée sur le fait que les informations contenues dans la présente note d'information ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable en vertu de la législation en vigueur à ce jour, notamment dans le Code Général des Impôts (ci-après « CGI ») et qu'ils doivent préalablement s'assurer, auprès d'un conseiller fiscal habilité, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Les non-résidents fiscaux français doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale internationale signée entre la France et cet Etat.

En application de l'article 112-1° du CGI, les sommes attribuées aux actionnaires à l'occasion d'une réduction de capital par rachat d'actions réalisée dans le cadre de l'article L. 225-207 du Code de commerce sont susceptibles d'être taxées à la fois comme des revenus distribués et comme des plus-values.

Pour chaque porteur de parts, la quote-part de prix perçu considérée comme taxable soit en tant que distribution, soit en tant que plus-value, dépend du prix d'acquisition des titres par chaque porteur de part.

1.4.1 Personnes physiques résidentes de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel

Elles sont soumises à l'impôt sur le revenu au barème progressif ou au prélèvement forfaitaire libératoire sur la partie du prix de rachat traitée comme une distribution de revenus mobiliers, sur une base égale à la différence entre le prix de rachat de l'action et :

- Le montant des apports compris dans les titres rachetés qui est égal à 11,20 euros par action
- Ou, s'il est supérieur, en application de l'article 161 du CGI, le prix d'acquisition de ces titres (ou leur valeur d'acquisition s'ils ont été acquis à titre gratuit)

La quote-part du prix de rachat taxable comme une plus-value sur valeurs mobilières (plus ou moins value) est égal à la différence entre le montant du prix de rachat des titres et le prix ou la valeur d'acquisition des titres, diminuée du montant du prix taxable comme un revenu distribué.

La quote-part du prix de rachat taxable comme une distribution est soumise à l'impôt sur le revenu selon les modalités suivantes :

- Soit au barème progressif

Cette distribution est retenue pour le calcul de l'impôt sur le revenu dû au titre de l'année de la perception pour 60 % de son montant.

Cette distribution fait en outre l'objet d'un abattement fixe annuel global de 3050 euros pour les couples soumis à une imposition commune (couples mariés et partenaires du pacte civil de solidarité défini à l'article 515-1 du Code civil faisant l'objet d'une imposition commune) et de 1.525 euros pour les personnes célibataires, veuves, divorcées ou mariés ou imposées séparément.

Le montant ainsi obtenu est alors soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu et ouvre droit à un crédit d'impôt égal à 50 % du montant des dividendes reçus avant abattements, plafonné à 230 euros pour les couples soumis à une imposition commune et à 115 euros pour les personnes célibataires, veuves, divorcées ou mariées et imposées séparément. L'excédent éventuel du crédit d'impôt non imputé est restituable s'il est d'au moins 8 euros.

- Soit au prélèvement libératoire forfaitaire

Le bénéficiaire des sommes peut opter pour l'imposition de la quote-part du prix considéré comme des revenus distribués à un taux fixe de 18 %.

Cette option doit être faite auprès d'ETAM Développement au plus tard lors du rachat des actions.

En tout état de cause, le montant de la distribution effectivement perçu (c'est-à-dire avant tout abattement) est par ailleurs soumis aux prélèvements sociaux à un taux global de 12,1 % comprenant :

- la contribution sociale généralisée (CSG) au taux de 8,2 %, dont 5,8 % sont déductibles du revenu imposable à l'impôt sur le revenu au titre de l'année de paiement de la CSG ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (CRDS) au taux de 0,5 % ;
- le prélèvement social de 2 % ;
- la contribution de 0,3 % additionnelle au prélèvement social de 2 % et
- la contribution additionnelle « *revenu de solidarité active* » de 1,1 %.

En application de l'article 150-0 A du CGI et sous réserve des cas d'exception prévus par la loi (PEA notamment), la quote-part du prix de rachat taxable comme une plus-value sur valeurs mobilières sera

soumise à l'impôt sur le revenu au taux de 18 % si le montant annuel des cessions de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés réalisées par l'ensemble des membres du foyer fiscal du contribuable excède un seuil fixé à 25.830 euros pour l'année 2010. Les prélèvements sociaux décrits ci-dessus sont applicables à l'éventuelle plus-value réalisée. En cas de moins-values de cession d'actions, celles-ci sont imputables sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des 10 années suivantes.

1.4.2 Personnes morales dont le siège social est en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés

Elles sont soumises à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, soit 33,1/3 % majoré de la contribution sociale de 3,3 % qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés excédant 763.000 euros par période de douze mois.

Cependant, pour les entreprises dont le chiffre d'affaires hors taxes au cours de l'exercice, le cas échéant ramené à douze mois, est inférieur à 7.630.000 euros et dont le capital social, entièrement libéré, est détenu de manière continue pendant la durée de l'exercice considéré, pour au moins 75 %, par des personnes physiques ou par des sociétés satisfaisant elles-mêmes à l'ensemble de ces conditions (les « *PME* »), le taux de l'impôt sur les sociétés est fixé, dans la limite de 38.120 euros du bénéfice imposable par période de douze mois, à 15 %. Ces entreprises sont, en outre, exonérées de la contribution sociale de 3,3 % mentionnée ci-dessus.

Toutefois, conformément aux dispositions des articles 145 et 216 du CGI, les personnes morales ayant souscrit des actions représentant au moins 5 % du capital de la société émettrice, ou à défaut de souscription, détenant une telle participation depuis plus de deux ans, peuvent sous certaines conditions bénéficier, sur option, du régime des sociétés mères en vertu duquel les dividendes perçus par la société mère ne sont pas soumis à l'impôt sur les sociétés, à l'exception d'une quote-part représentative des frais et charges supportés par cette société. Cette quote-part est égale à 5 % du montant desdits dividendes, sans pouvoir toutefois excéder pour chaque période d'imposition le montant total des frais et charges de toute nature exposés par la société mère au cours de l'exercice considéré.

La base imposable de ces personnes morales au titre du rachat est égale à la différence entre le prix de rachat des titres et :

- Le montant des apports compris dans les titres rachetés, ou
- Si elle est supérieure, la valeur d'inscription à l'actif de ces titres.

Dans l'hypothèse où le prix de revient des titres est inférieur au montant des apports réputés remboursés ou à la valeur d'inscription des titres à l'actif si elle est supérieure, cette partie du profit relèvera du régime des plus-values et sera soumise à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun précitées, sauf à appliquer le régime des plus-values à long terme si les titres présentés au rachat satisfont aux conditions prévues par l'article 219-1 a ter du CGI et notamment :

- Les titres doivent être détenus depuis plus de 2 ans
- Les titres doivent constituer des titres de participations (i.e., comptabilisés en tant que tels, acquis en exécution d'une OPA ou d'une OPE par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ouvrir droit au régime des sociétés mères).

En application du régime du long-terme, les plus-values ne seront pas taxables à l'exception d'une quote-part de frais et charges égale à 5 % de la plus-value qui reste taxable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés décrit ci-dessus.

1.4.3 Non résidents

L'opération de rachat est en principe soumise, pour l'excédent du prix de rachat sur le montant des apports compris dans les titres rachetés, à la retenue à la source dont le taux, en l'absence d'une convention fiscale plus favorable, est de 25 % (article 119 bis 2 et 187-1 du CGI).

Si l'actionnaire justifie auprès d'ETAM Développement du prix ou de la valeur d'acquisition des titres et lui fournit un justificatif susceptible d'être produit à l'Administration fiscale, la retenue à la source pourra n'être calculée que sur l'excédent de prix de rachat sur le prix ou la valeur d'acquisition des titres.

1.5 Modalités de financement et frais liés à l'Offre

Le coût d'acquisition de 100 % des titres visés par l'Offre (voir paragraphe ci-dessus 1.3.3 « Titres visés par l'Offre ») s'élèverait à un montant maximum d'environ 102,5 millions d'euros.

Ce montant inclus le prix d'achat de 100 % des titres visés par l'Offre ainsi que le montant global de tous frais, coûts et dépenses exposés par ETAM Développement dans le cadre de l'Offre (y compris les honoraires et frais de ses conseillers financiers, conseils juridiques, commissaires aux comptes et autres consultants, ainsi que les frais de communication et taxes des autorités de marché).

Suite à un tirage de cinquante millions d'euros sur le « Club Deal » existant et à la mise en place d'un nouveau crédit d'un montant de cinquante millions d'euros, certaines filiales du groupe ont remboursé à ETAM Développement à hauteur de 100 millions d'euros, une partie des avances que cette dernière leur avait consenties. Le financement de l'Offre sera assuré par l'utilisation de la trésorerie d'ETAM Développement dont le montant au 15 avril 2010, après remboursement de ces avances en compte courant, est estimé à cent millions d'euros.

1.6 Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière d'ETAM Développement

1.6.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote

Au 31 mars 2010, le capital d'ETAM Développement était divisé en 10.768.463 actions. La répartition du capital et des droits de vote (au nombre de 17 167 700), sur la base des seules déclarations reçues par ETAM Développement de franchissements des seuils légaux visés au 1^{er} alinéa de l'article L. 233-7 du Code de commerce, est présentée ci-dessous. L'actionnariat évoluerait comme suit, après annulation des actions dans les hypothèses d'un taux de réponse à l'Offre de 50 % et 100 % :

Actionnaires	Avant l'Offre			Après l'Offre					
				Taux de réponse à l'Offre de 50%			Taux de réponse à l'Offre de 100%		
	Nb d'actions	% capital	% droits de vote	Nb d'actions	% capital	% droits de vote ¹	Nb d'actions	% capital	% droits de vote ¹
Concert	5 419 317	50.3%	61.6%	5 419 317	58.0%	67.2%	5 419 317	68.5%	73.9%
Autres	5 349 146	49.7%	38.4%	3 920 575	42.0%	32.8%	2 492 004	31,5%	26.1%
TOTAL	10 768 463	100.0%	100.0%	9 339 892	100.0%	100.0%	7 911 321	100.0%	100.0%

¹ Hypothèse de calcul : aucune action conférant à son titulaire des droits de vote double n'est apportée à l'Offre.

1.6.2 Incidence sur les comptes d'ETAM Développement

Les calculs de l'incidence de l'Offre sur les capitaux propres et les résultats consolidés d'ETAM Développement ont été effectués, à titre indicatif, à partir des comptes consolidés d'ETAM Développement pour l'année 2009, sur la base des hypothèses suivantes :

- Rachat de 2.857.142 actions (soit l'intégralité des actions objet de l'Offre) au prix de 35 euros par action, soit un montant de 100 millions d'euros, puis annulation des actions rachetées ;

- Charges financières au taux de 2.90 % par an avant impôt ;
- Nombre d'actions de 7.911.321 post-annulation et hors actions auto-détenues

Incidence sur les comptes consolidés

L'incidence théorique de l'Offre sur les comptes consolidés estimés 2009 (en année pleine) aurait été la suivante, après annulation des actions rachetées :

(M€)	Données consolidées au 31.12.2009	
	AVANT rachat et annulation	APRES rachat et annulation
Capitaux propres part du groupe	338,7	234,9
Endettement financier net	89,7	195,4
Résultat net part du groupe	19,7	15,9
Nombre d'actions (hors auto-détention)	10.768.463	7.911.321
Capitaux propres par action (€)	31,5	29,7

1.6.3 Incidence sur la capitalisation boursière

Sur la base du cours au 13 avril 2010 (veille de la suspension du cours) d'ETAM Développement de 29,5 euros, la capitalisation boursière s'élevait à 318 M€, le capital d'ETAM Développement étant représenté par 10.768.463 actions.

A l'issue de l'opération, dans l'hypothèse où la totalité des actions visées par l'Offre serait apportée à l'Offre puis annulée, le nombre d'actions serait de 7.911.321 et la capitalisation boursière d'ETAM Développement sur la base du prix d'Offre de 35 euros s'élèverait à 277M€.

1.7 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre

A la connaissance de la Société, à l'exception de l'engagement des membres du Concert, aucun accord n'est susceptible d'avoir une incidence significative sur l'Offre.

2 ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE

La présentation ci-après des éléments d'appréciation du prix d'Offre est une synthèse des travaux d'évaluation réalisés par Rothschild & Cie Banque (ci-après la « Banque »), banque présentatrice de l'Offre, à la demande de Etam Développement (ci-après « Etam » ou la « Société »). Dans le cadre de ces travaux, la Banque a réalisé une évaluation de la Société sur la base d'une approche multicritères comprenant les méthodes d'évaluation usuelles tout en prenant en compte les spécificités d'Etam.

Ces travaux d'évaluation reposent sur les informations et documents fournis par la Société dont notamment les comptes consolidés annuels historiques, le plan d'affaires établi par Étoile sur la période 2010-2013, l'évolution du chiffre d'affaires au premier trimestre 2010 et des informations complémentaires spécifiques nécessaires à l'évaluation. Ces informations sont supposées exactes et complètes et il n'est pas entré dans le cadre de la mission de la Banque de les soumettre à une vérification indépendante. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucun audit de la part de Rothschild & Cie Banque.

2.1 Méthodes d'évaluation

Les méthodes retenues dans le cadre de l'évaluation réalisée par la Banque sont les suivantes :

- Analyse du cours de bourse et des objectifs de cours des analystes de recherche publiant régulièrement sur la Société ;

- Actif net comptable au 31 décembre 2009 ;
- Méthode intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles ;
- Méthodes analogiques :
 - o multiples de sociétés cotées comparables à Etam ;
 - o multiples d'acquisitions de sociétés comparables à Etam.

Les méthodes de valorisation suivantes ont été écartées pour les raisons suivantes :

- Actif net comptable réévalué (ANR) : la méthode de l'actif net réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan. L'ANR consiste donc à évaluer séparément les actifs et passifs en tenant compte de l'ensemble des éléments non reflétés dans le bilan. Cette approche, souvent utilisée pour la valorisation de sociétés holdings ou immobilières, est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur de marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation ;
- Actualisation des dividendes futurs : cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs, n'est pas retenue comme une méthode de référence car le dividende n'est pas représentatif de la capacité de génération de cash-flow de l'activité (à la différence de la méthode de valorisation par actualisation des flux futurs de trésorerie), et son niveau dépend de la politique de financement et de distribution de la société. A titre d'information, les dividendes versés depuis 2005 par Etam à ses actionnaires sont les suivants :

€ / action	2005	2006	2007	2008	2009
Dividendes au titre de l'exercice	0,30 €	0,50 €	0,50 €	0,00 €	AG le 31/05/2010*

* La gérance a annoncé qu'elle proposerait à l'AG de ne pas verser de dividende au titre de l'exercice 2009

2.2 Eléments financiers utilisés pour les travaux d'évaluation

2.2.1 Plan d'affaires 2010-2013

Le plan d'affaires 2010-2013 de la Société, approuvé par le Conseil de Surveillance d'Etam, est construit sur la base d'hypothèses pour chacune des enseignes et activités du groupe en Europe et en Chine. La Banque s'est entretenue avec certains membres du comité de direction afin de bien appréhender les principales hypothèses de ce plan d'affaires. La Banque n'a néanmoins pas procédé à une validation de ce plan d'affaires.

Les grandes lignes directrices de ce plan d'affaires, pour chacun des enseignes, sont les suivantes :

2.2.1.1 Activités en Europe

- Activité Etam Lingerie : i) des prévisions prudentes de croissance à chiffre d'affaires constant compte tenu d'un marché européen de la lingerie en recul et d'une concurrence accrue sur les entrées de gamme, ii) la poursuite du développement du réseau mais avec des ouvertures de magasins plus sélectives, iii) la réalisation d'investissements importants pour rénover le parc et transférer certains magasins afin d'accroître leur taille ;
- Activité Etam Prêt-à-porter : un redressement de l'enseigne qui repose principalement sur i) un travail important sur les collections, ii) la mise en place d'une stratégie de *Quick Response* aux attentes du marché et iii) la réalisation d'investissements importants pour rénover le parc français au nouveau concept (« Greenwich »). Les ouvertures devraient être très limitées sur la période du plan d'affaires, la Société souhaitant concentrer ses efforts sur le parc existant.

- 1.2.3 : un repositionnement qui repose principalement sur i) la recherche d'une meilleure attractivité des produits en ciblant « les femmes modernes et exigeantes à la fois », ii) des investissements pour rénover progressivement le parc de magasins et iii) la fermeture des magasins peu performants. Les ouvertures devraient être très limitées sur la période du plan d'affaires, la Société souhaitant concentrer ses efforts sur les magasins existants. Quelques ouvertures sont prévues à l'étranger mais uniquement sous forme de franchises.
- Undiz : une montée en puissance (ouvertures de magasins) de cette enseigne développée par la Société notamment en réponse à la concurrence accrue sur les petits prix à laquelle l'activité lingerie d'Etam est confrontée.

2.2.1.2 *Activité en Chine*

- Une poursuite du développement après des années 2007 et 2008 en fort recul tant en termes de croissance que de rentabilité. Ce développement repose sur i) la commercialisation de 6 marques suite au lancement d'E&Joy (spécialisée dans le denim), ii) un programme d'ouvertures soutenu dans les grands magasins et iii) la pérennisation de la structure managériale à moyen terme.

2.2.1.3 *Investissements (Europe et Chine)*

- En 2010, la Société prévoit 70M€ d'investissements bruts dont 51% dédiés aux ouvertures / transferts de magasins, 32% aux rénovations et 17% d'investissements divers (maintenance, systèmes d'information...).
- Sur la période du plan d'affaires, la Société prévoit de réaliser des investissements encore plus significatifs compte tenu i) du nombre de magasins à rénover ou à transformer aux nouveaux concepts et ii) des programmes d'ouvertures prévus notamment pour l'enseigne Undiz et en Chine.

2.2.1.4 *Besoin en fonds de roulement (Europe et Chine)*

- En 2010, la Société prévoit une hausse de ses stocks et donc de son besoin en fonds de roulement compte tenu i) d'un niveau 2009 particulièrement bas (volonté de la Société de privilégier la génération de cash-flows en réduisant ses stocks) et ii) de la nécessité d'avoir des stocks plus importants dans les magasins pour soutenir les ventes et limiter les ruptures.
- Sur la période du plan d'affaires, la hausse (en % du chiffre d'affaires) du besoin de fonds de roulement devrait se poursuivre. La Société s'est toutefois fixé des objectifs de contrôle de ses stocks afin de maîtriser son cash-flow et financer ainsi son programme important d'investissements.

2.2.2 **Dette financière nette consolidée et autres éléments entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres**

2.2.2.1 *Dette financière nette consolidée au 31 décembre 2009*

La dette financière nette consolidée de la Société au 31 décembre 2009, retenue dans l'évaluation par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie, est détaillée ci-dessous.

Pour l'évaluation par les méthodes analogiques (application de multiples boursiers et multiples de transactions), le besoin en fonds de roulement au 31 décembre 2009 étant particulièrement bas (cf. section 2.2.1.4), la dette financière nette consolidée est augmentée de la différence entre le besoin en fonds au 31 décembre 2009 et un besoin en fonds de roulement plus normatif d'après la Société.

	M€
Emprunt et dettes financières à long terme	133,6
Crédits à court terme et banques	12,8
Trésorerie	-56,7
Instruments dérivés passifs	2,0
Instruments dérivés actifs	-1,4
Dettes financières nettes au 31 décembre 2009¹	90,4
Ajustement Besoin en fonds de roulement	21,2
Dettes financières nettes ajustées au 31 décembre 2009²	111,6

Notes 1 Utilisée dans la valorisation par actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles

2 Utilisée dans la valorisation par les méthodes analogiques

2.2.2.2 Autres retraitements (passage valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres)

Les éléments ci-après ont été pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise, estimée selon les différentes méthodes de valorisation, à la valeur des fonds propres :

- La trésorerie liée à l'exercice des options de souscription d'actions nouvelles qui pourraient être exercées (cf. section 2.2.3) compte tenu du prix d'Offre ;
- Le préciput versé au premier semestre 2010 aux associés commandités au titre de l'exercice 2009 ;
- Les intérêts minoritaires de Modasia, société de tête des activités en Chine, dont la société Intertex détient 24% du capital. ;
- La valeur estimée d'une participation minoritaire détenue par Etam (mise en équivalence dans les comptes consolidés).

2.2.3 Nombre d'actions dilué au 31/12/2009

La valeur par action est obtenue en divisant la valeur des fonds propres, calculée selon les différentes méthodes, par le nombre d'actions totalement dilué au 31 décembre 2009.

Le nombre d'actions totalement dilué retenu dans le cadre des travaux d'évaluation s'élève à 10.818.463 et correspond au nombre de titres en circulation au 31 décembre 2009 diminué des titres qui résulteraient de l'exercice des options de souscription d'actions nouvelles exerçables (compte tenu d'un prix d'exercice inférieur au prix d'Offre). A noter qu'au 31 décembre 2009, la Société ne possède pas de titre d'autocontrôle.

Nombre d'actions au 31 décembre 2009 – non dilué	10 768 463
Autocontrôle	-
Options de souscription d'actions nouvelles exerçables	50 000
Nombre d'actions au 31 décembre 2009 – dilué	10 818 463

2.3 Méthodes d'évaluations retenues

2.3.1 Analyse du cours de bourse et des objectifs de cours des analystes de recherche

Les actions de la Société sont cotées sur le compartiment B d'Eurolist de Euronext Paris (code Isin FR 0000035743). La Société a été introduite sur le second marché en juin 1997.

2.3.1.1 Analyse de la liquidité du titre Etam

Le flottant représente 49,7% du capital et se caractérise par :

- des échanges quotidiens relativement faibles, compris entre 11.610 et 30.081 titres en fonction de la période de référence, soit entre 0,1% et 0,3% du capital ;
- des échanges cumulés sur un an d'environ 3,0 millions de titres, soit seulement 27,5% du capital.

Le tableau suivant présente ces différents volumes au 13 avril 2010, jour précédant la suspension du cours.

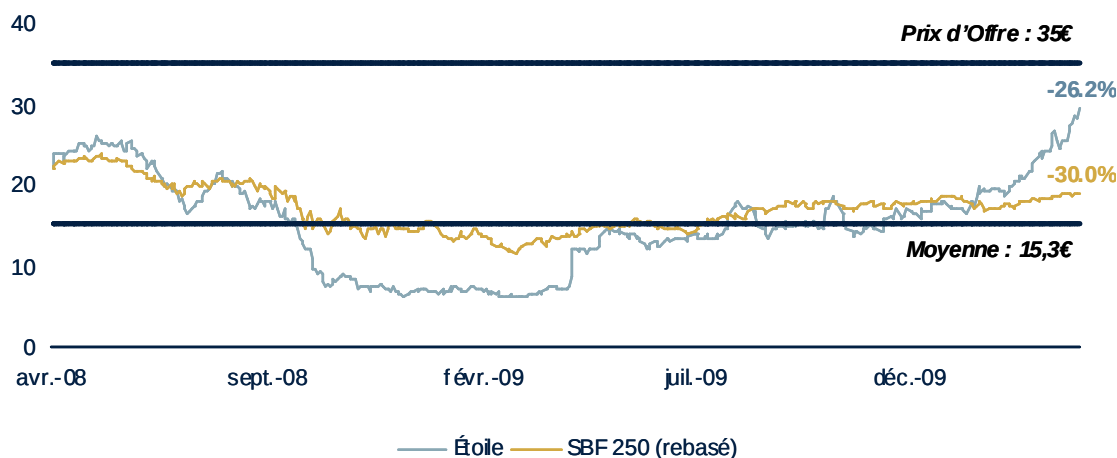
Période	Volumes échangés (nombre de titres)	Volumes moyens échangés quotidiennement (nombre de titres)	Rotation du capital (%)	Rotation du flottant (%)
1 mois	601 612	30 081	5,6%	11,2%
3 mois	1 103 005	17 790	10,2%	20,6%
6 mois	1 732 345	13 859	16,1%	32,4%
12 mois	2 960 432	11 610	27,5%	55,3%

Source **Bloomberg** au 13 avril 2010

Le titre Etam présente donc une liquidité faible. Néanmoins, le cours de bourse reste une référence pour les actionnaires minoritaires et est donc pris en compte comme référence de valorisation.

2.3.1.2 Evolution du cours de bourse

Le cours de bourse d'Etam a évolué comme suit depuis 2 ans :



Source **Bloomberg** au 13 avril 2010

Le graphe ci-dessus appelle les commentaires suivants :

- Le cours moyen sur 2 ans est de 15,3€ par action. Le prix d'Offre représente donc une prime de 129% par rapport à cette moyenne ;
- Le cours a progressé de 144% sur un an (17 avril 2009, après annonce des résultats 2008) en raison notamment de l'amélioration des performances de l'activité en Chine. Il se situait à 12.1€ par action au 17 avril 2009. Le prix d'Offre est donc 2,9x supérieur au cours d'il y a environ un an.

Le tableau ci-après présente les cours de bourse moyens (pondérés par les volumes) depuis un an en date du 13 avril 2010, jour précédant la suspension du cours :

Au 13 avril 2010	Spot	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	Plus haut 1 an	Plus bas 1 an
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	29,5 €	25,9 €	23,0 €	20,4 €	17,3 €	30,0 €	7,2 €
Prime par rapport au prix d'Offre	18,6%	35,3%	52,2%	71,9%	101,8%	16,7%	384,1%

Source **Bloomberg** au 13 avril 2010

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 18,6% sur le cours de bourse au 13 avril 2010, jour de bourse précédant la suspension du cours, une prime comprise entre 35,3% et 52,2% sur les moyennes (pondérées par les volumes) de cours un et trois mois qui précèdent l'annonce et entre 71,9% et 101,8% sur les moyennes (pondérées par les volumes) de cours six et douze mois.

2.3.1.3 Objectifs de cours des analystes de recherche

Le titre Etam Développement est suivi par plusieurs analystes de recherche. Leurs objectifs de cours au 13 avril 2010 sont les suivants :

Date	Analyste	Recommandation	Cours cible (€)
13/04/2010	Société Générale	Acheter	25,0€
09/04/2010	Oddo & Cie	Acheter	25,0€
06/04/2010	CA Cheuvreux	Acheter	34,0€
30/03/2010	Gilbert Dupont	Accumuler	29,8€
29/03/2010	CM – CIC Securities	Conserver	28,0€
29/03/2010	Natixis Securities	Réduire	23,0€
25/03/2010	BNP Paribas Fortis	Acheter	30,0€
Moyenne			27,8€

Le cours cible moyen des analystes est donc de 27,8€ (avec un plus haut de 34€). Le prix d'offre de 35€ par action fait ressortir une prime de 25,9% par rapport à ce cours cible moyen.

2.3.2 Actif net comptable

Etam a opté pour la méthode comptable de la réévaluation de certains de ses actifs incorporels : tous les droits au bail sont comptabilisés à leur juste valeur qui correspond à leur valeur de marché, estimée par la Société selon des méthodes couramment utilisées et faisant référence aux valeurs locatives au m2 pondérées publiées régulièrement par différentes revues spécialisées. Compte tenu des possibles fluctuations du marché, ces évaluations sont effectuées annuellement. Des expertises externes sont effectuées par sondage pour s'assurer de la fiabilité des méthodes et hypothèses utilisées.

De même, dans les immobilisations corporelles, les terrains et constructions sont comptabilisés à leur juste valeur, diminuée, pour les constructions, des amortissements.

Par conséquent, l'actif net comptable prend en compte chaque année la valeur de marché, estimée par la Société, d'actifs stratégiques pour chacune de ses enseignes.

Il convient toutefois de noter que l'ANC ne permet pas d'appréhender la rentabilité d'exploitation de la Société.

Au 31 décembre 2009, l'actif net comptable consolidé d'Etam s'élève à 31,4€ par action (part du groupe) sur une base diluée. Le prix d'Offre extériorise une prime de 11,5% sur l'actif net comptable consolidé au 31 décembre 2009.

2.3.3 Valorisation par actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles

2.3.3.1 Principe

Cette méthode de valorisation estime que la valeur économique d'une société correspond à la somme des flux futurs générés par la société, actualisée au coût moyen pondéré du capital.

La valeur des fonds propres de la société est ainsi égale la valeur économique de la société diminuée du montant des dettes financières nettes de la société et diminuée de la valeur des intérêts minoritaires (dans le cas présent, les intérêts minoritaires correspondent uniquement aux 24% du capital de Modasia détenus par la société Intertex).

La valeur économique est composée :

- De la valeur actualisée des flux futurs de trésorerie disponibles durant la période prévisionnelle. Les flux futurs correspondent au cash flow dégagé par l'activité après financement des variations du besoin en fonds de roulement et des investissements d'exploitation ;

- D'une valeur terminale qui représente la valeur actualisée des flux au-delà de la période prévisionnelle.

Plus spécifiquement, dans le cadre des travaux d'évaluation du groupe Etam, la valeur économique d'Etam a été déterminée en additionnant la valeur économique des enseignes en Europe avec la valeur économique de des activités en Chine afin de prendre en compte i) des prévisions d'évolution de chiffre d'affaires, de marges opérationnelles et des montants d'investissements différents et ii) des hypothèses financières également différentes (cf. section 2.3.3.3).

2.3.3.2 Hypothèses opérationnelles (flux futurs)

Les flux futurs de trésorerie disponibles reposent sur i) le plan d'affaires 2010-2013 de la Société et ii) des extrapolations sur trois ans (2014 et 2016), discutées avec la Société, sur les principaux agrégats de chacune des enseignes : croissance du chiffre d'affaires à surface et taux de change constants, croissance du chiffre d'affaires après prise en compte de l'évolution du réseau de magasins (ouvertures, fermetures, transferts, rénovations), marge opérationnelle, investissements, besoin en fonds de roulement...

2.3.3.3 Hypothèses financières : coût moyen pondéré du capital

Afin de déterminer la valeur économique respectivement des activités en Europe et des activités en Chine, deux coûts moyens pondérés du capital (« CMPC ») ont été calculés :

- a) Le CMPC Europe est calculé sur la base des éléments suivants :
 - Taux sans risque : 3,4% (rendement de l'OAT à 10 ans) ;
 - Prime de risque du marché actions : 6,6% (moyenne entre la prime de risque Bloomberg, prime de risque Jacques Chahine Finance et la prime de risque Natixis) ;
 - Moyenne des betas désendettés (source Barra) des sociétés cotées comparables : 0,90 ;
 - Coût de la dette avant impôt : 5,4% ;
 - Taux d'impôt normatif : 33,5% ;
 - Rapport entre la dette financière nette et la valeur d'entreprise : 20%.

Le coût moyen pondéré du capital ainsi obtenu est de 9,0%.

- b) Le CMPC Chine est calculé sur la base des éléments suivants :
 - Taux sans risque : 3,4% (rendement de l'emprunt d'Etat chinois à 10 ans) ;
 - Prime de risque du marché actions : 6,5% (moyenne entre la prime de risque HSBC et la prime de risque Macquarie) ;
 - Moyenne des betas désendettés (source Bloomberg) des sociétés cotées comparables : 1,33 ;
 - Rapport entre la dette financière nette et la valeur d'entreprise égal à 0% compte tenu de la position de trésorerie nette de Modasia et de la plupart des sociétés comparables.

Le coût moyen pondéré du capital ainsi obtenu est de 12,0%.

2.3.3.4 Valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée sur la base de l'actualisation d'un flux de trésorerie normalisé, en lui appliquant un taux de croissance perpétuelle :

- Europe : le flux de trésorerie normalisé prend notamment en compte :
 - o un redressement significatif de la rentabilité opérationnelle de l'activité Prêt-à-porter d'Etam et de l'enseigne 1.2.3, une baisse de la rentabilité opérationnelle de l'activité lingerie d'Etam compte tenu d'une concurrence accrue notamment sur l'entrée de gamme et une forte croissance de la rentabilité d'Undiz parallèlement à la montée en puissance de l'enseigne ;
 - o un taux de croissance perpétuelle de 1,15% qui résulte des hypothèses de croissance normative estimée pour chacune des enseignes pondérées par le poids de chacune des enseignes.
- Chine : le flux de trésorerie normalisé prend notamment en compte :
 - o une progression de la rentabilité opérationnelle de l'activité chinoise dans un contexte de croissance de son chiffre d'affaires. La multiplication des opérations de promotions dans les grands magasins et la hausse des taux de commission de ces derniers ont également été prises en considération ;
 - o un taux de croissance perpétuelle de 3,0%, reflétant les perspectives de croissance plus fortes du marché chinois et de la Société sur ce marché.

2.3.3.5 Conclusions

Sur la base des hypothèses décrites ci-dessus, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles fait ressortir une valeur par action Etam comprise entre 30,7€ et 35,2€, soit en moyenne 32,9€.

Le tableau ci-dessous présente une sensibilité de la valeur par action en fonction du CMPC et du taux de croissance perpétuelle :

		Variation du CMPC				
		-0.50%	-0.25%	-	+0.25%	+0.50%
Variation du taux de croissance	-0.30%	35.0€	33.3€	31.7€	30.2€	28.8€
	-0.15%	35.7€	33.9€	32.3€	30.7€	29.3€
	-	36.4€	34.6€	32.9€	31.3€	29.8€
	0.15%	37.1€	35.2€	33.5€	31.9€	30.3€
	0.30%	37.9€	35.9€	34.1€	32.5€	30.9€

Le prix d'Offre se situe donc dans le haut de la fourchette de valorisation par actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles. La prime extériorisée par le prix d'Offre sur cette valeur centrale (32,9€) obtenue par cette méthode est de 6,4%.

2.3.4 Valorisation par application des multiples boursiers de sociétés comparables

2.3.4.1 Principe

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats financiers prévisionnels de la Société les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées jugées comparables.

Les multiples usuellement utilisés dans cette méthode de valorisation sont les suivants :

- Valeur d'Entreprise (« VE ») / chiffre d'affaires ;
- VE / EBE (Excédent Brut d'Exploitation) ;
- VE / REX (dans le cas d'Etam, le Résultat d'Exploitation (REX) utilisé est le résultat d'exploitation courant (ci-après « ROC ») qui ne prend pas en compte les charges opérationnelles non courantes ;

- le Price Earning Ratio (ci-après « PER »), ou multiple de résultat net, qui se définit comme le rapport entre la capitalisation boursière et le résultat net part du groupe.

2.3.4.2 Multiples et agrégats retenus

La référence aux multiples suivants a été écartée :

- VE / CA car ces multiples ne permettent pas de prendre en compte les différences de rentabilité des sociétés de l'échantillon et d'Etam ;
- VE / EBE, en raison de l'hétérogénéité des politiques d'investissements (notamment acquisition des murs de magasins) menées par les sociétés de l'échantillon ;
- PER, en raison des différences de structure financière des sociétés de l'échantillon et d'Etam.

Par conséquent, seuls les multiples de VE / REX ont été appliqués au ROC prévisionnel de Etam. Ces multiples ont été calculés, pour chacune des sociétés de l'échantillon, sur la base i) de la capitalisation boursière (moyenne un mois) des sociétés et ii) des prévisions pour les années 2010 et 2011, établies par les analystes financiers. Ils sont ensuite appliqués aux ROC 2010 et 2011 d'Etam.

2.3.4.3 Echantillons retenus

Deux échantillons ont été constitués pour déterminer la valeur économique des activités en Europe d'une part et la valeur économique des activités en Chine d'autre part.

Echantillon d'activités en Europe : cet échantillon est composé des sociétés européennes cotées suivantes : Camaïeu (France), Damartex (France), Next (Royaume-Uni) et Benetton (Italie). Ces sociétés sont spécialisées dans la distribution de Prêt-à-porter en Europe, avec une forte présence sur leur marché domestique. Il convient de noter qu'il n'existe pas de sociétés européennes cotées présentes spécifiquement dans la Lingerie, à l'exception de la société Triumph (cotée en Allemagne) mais pour laquelle il n'existe pas de prévisions utilisables pour les années 2010 et 2011.

Echantillon d'activités en Chine : cet échantillon est composée des sociétés chinoises cotées suivantes : 361 Degrees (spécialisée dans la distribution de vêtements de sport), Giordano et Bosideng (spécialisées dans la distribution Prêt-à-porter) ainsi que I.T Ltd et Daphne (spécialisées dans la distribution de chaussures). Les groupes de taille trop importante (ex : Belle) ou plus proches du secteur du luxe (ex : Ports) n'ont pas été retenus dans l'échantillon.

A noter également que les grands groupes internationaux H&M, Inditex, Esprit et Fast Retailing n'ont pas été retenus dans les échantillons car ces derniers i) présentent une taille sensiblement plus élevée que Etam, ii) disposent de réseaux de magasins dans un très grand nombre de pays à travers le monde et iii) disposent d'un profil de croissance et des marges opérationnelles plus élevés et jusqu'à présent plus résilients qu'Etam.

2.3.4.4 Application des multiples

L'application des multiples boursiers moyens des échantillons retenus aux ROC 2010 et 2011 respectivement de l'activité en Europe et de l'activité en Chine, et après prise en compte des éléments présentés en section 2.2.2, conduit à une fourchette de valorisation comprise entre 25,7€ à 27,0€ par action.

Le prix d'Offre de 35€ par action extériorise une prime de 33,0% par rapport au milieu (26,3€) de la fourchette de valorisation issue de l'approche par comparaison avec les sociétés cotées comparables.

2.3.5 Valorisation par application des multiples de transactions comparables

2.3.5.1 Principe

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la Société les multiples de valorisation induits par des acquisitions de sociétés comparables en termes d'activité à Etam.

Il est important de noter que ces multiples intègrent généralement une prime de contrôle de la société acquise liée d'une part à un changement d'actionnaire majoritaire et d'autre part, dans certains cas, à la valorisation de synergies attendues par l'acheteur. Or, l'Offre publique de rachat d'actions envisagée par la Société n'implique pas de changement de contrôle et ne donnera lieu à aucune synergie particulière.

2.3.5.2 Multiples retenus

Pour les mêmes raisons décrites en section 2.3.4.2, seuls les multiples de VE / REX ont été retenus et leur médiane a été appliqué au ROC de l'exercice 2009 de Etam.

2.3.5.3 Echantillon retenu

Seul un échantillon a été constitué afin de déterminer la valeur économique des activités en Europe. En effet, aucun échantillon pertinent n'a pu être constitué pour déterminer la valeur économique des activités en Chine compte tenu i) d'un nombre limité d'acquisitions de sociétés comparables à Etam en Chine en termes d'activité, de taille, de profil de croissance et de rentabilité et ii) du manque d'informations permettant d'extérioriser des multiples sur les quelques opérations pertinentes (rachat de Full Prospect, Jiangsu Kangbo, Farsighted...).

Echantillon d'activités en Europe : l'échantillon est composé d'une vingtaine d'acquisitions de sociétés spécialisées dans distribution de Lingerie ou de Prêt-à-porter en Europe entre 2004 et 2010 telles que les acquisitions de Du Pareil au Même, Camaieu, Un Jour Ailleurs, La Senza, Princesse Tam Tam...

Le multiple médian de VE / REX (historique) de l'échantillon ressort à 11,4x.

Pour déterminer la valeur économique des activités en Chine par cette approche analogique, le multiple d'acquisition (en novembre 2009) des 10% du capital de Modasia par Etam auprès de Mme Liu a été appliqué au ROC 2009 des activités en Chine. Cette opération a permis à Etam de passer de 66% à 76% du capital de sa filiale chinoise.

2.3.5.4 Application des multiples

L'application des multiples de transaction médians de l'échantillon européen et du multiple d'acquisition des 10% du capital de Modasia par Etam aux ROC 2009 respectivement de l'activité en Europe et de l'activité en Chine d'Etam fait ressortir, après prise en compte des éléments présentés en section 2.2.2, une valeur par action pour d'Etam de 29,2€.

Le prix d'Offre de 35€ par action extériorise une prime de 19,9% par rapport à la valorisation par application de multiples de transactions comparables.

2.4 Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre

Le tableau ci-dessous récapitule les résultats obtenus par l'analyse multicritères et fait apparaître les primes induites par le prix d'Offre de 35€ par action Etam :

	Prix par action	Prime induite par le prix d'Offre (%)
Cours de bourse		
13 avril 2010 ¹	29,5€	18,6%
Moyenne 1 mois ¹	25,9€	35,3%
Moyenne 3 mois ¹	23,0€	52,2%
Moyenne 6 mois ¹	20,4€	71,9%
Moyenne 12 mois ¹	17,3€	101,8%
Plus haut 1 an	30,0€	16,7%
Plus bas 1 an	7,2€	384,1%
Objectif de cours des analystes de recherche	27,8€	25,9%
Actif net comptable consolidé au 31 décembre 2009	31,4€	11,5%
Actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles (valeur centrale)	32,9€	6,4%
Multiples boursiers (valeur centrale)	26,3€	33,0%
Multiples de transactions (valeur centrale)	29,2€	19,9%

(1) Moyenne des cours pondérés par les volumes au 13 avril 2010

En conclusion, le prix d'Offre :

- extériorise des primes significatives sur les différents cours de bourse ;
- se situe sensiblement au-dessus des valorisations analogiques ;
- se situe au niveau de la borne haute de la fourchette de valorisation par actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles, méthode qui permet de capter la génération des cash flows futurs.

3 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

La gérance d'*Etam Développement* (« *Etam* », « la Société », « l'Initiateur »), société en commandite par actions cotée au compartiment B de la bourse de *NYSE Euronext Paris*, a annoncé le 15 avril 2010 sa décision d'initier une Offre Publique de Rachat d'Actions (« l'OPRA », « l'Offre », « l'Opération ») sur les actions de la Société.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la Société (« le Prix d'offre ») s'élève à 35 € par action ; l'Offre porte sur 2 857 142 actions de la Société, soit 26,5% du capital. Le concert formé par les familles Milchior et Tarica (« l'Actionnaire majoritaire ») qui contrôlent la Société avec 50,3% du capital et 61,6% des droits de vote, a fait part de sa décision de ne pas présenter ses titres à l'offre.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 (alinéa I) du règlement général de l'AMF, en raison des conflits d'intérêts potentiels générés par l'Offre, le Conseil de Surveillance de la Société nous a mandaté le 24 mars 2010 afin qu'*Accuracy* intervienne en qualité d'expert indépendant pour délivrer une attestation sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, des conditions financières de l'Opération.

Le présent rapport d'expertise est une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006.

Il est structuré en cinq parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. Après une description des principales caractéristiques du portefeuille d'activités de la Société et une analyse du statut boursier du titre *Etam*, la deuxième partie rappelle les caractéristiques et les objectifs de l'Opération afin de préciser la façon d'appréhender le caractère équitable du Prix d'offre et définir la démarche d'évaluation la plus appropriée. La troisième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions de la Société, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La quatrième partie expose nos commentaires sur les travaux d'évaluation réalisés par *Rothschild & Cie Banque*, banque présentatrice de l'Offre (« la Banque »). La cinquième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du Prix d'offre envisagé par l'Initiateur dans le cadre de l'Opération.

3.1 Présentation d'*Accuracy* et des principales diligences effectuées

3.1.1 Présentation d'*Accuracy*

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise, codétenue par ses Associés et le groupe *Aon*, numéro un mondial du courtage d'assurances et de réassurances. Implantée à Paris, Madrid, Amsterdam, Milan et Francfort, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyse de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 130 consultants (dont 80 à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, *Accuracy* a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis avril 2008

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Conseil
nov.-09	Atari	société	Emission d'actions et d'ORANE	Natixis
mai-09	Cap Gemini	société	Emission de BSAAR	Europe Offering
déc.-08	Overlaap Group	société	Emission de BSAAR	Société Générale, Oddo & Cie
déc.-08	Infogrames	société	OPE sur ORANE et BSA	Natixis
juin-08	Hyparlo	Carrefour	OPA	Calyon CIB
juin-08	STEF TFE	société	Emission de BSAAR	Oddo & Cie
avr.-08	Geodis	SNCF	OPA	Deutsche Bank, Lazard Frères

3.1.2 Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par Bruno Husson et Henri Philippe, tous deux Associés d'Accuracy.

- Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé de HEC et docteur d'Etat en finance ; il est également Professeur Affilié du Groupe HEC, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.
- Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de plus de 10 ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à l'ensemble des opérations citées ci-dessus. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et d'un doctorat en finance ; il est également chargé de cours à HEC et à l'Université de Paris Dauphine.

L'équipe associée à cette mission comprend en outre :

- deux consultants juniors, diplômés d'HEC et de Supélec, disposant respectivement d'une expérience de 3 ans et de 1,5 ans dans le domaine du conseil financier ;
- un troisième associé de la société, diplômé d'HEC et du DECF, non impliqué directement dans la mission, avec pour seule responsabilité d'assurer le contrôle qualité du présent rapport.

3.1.3 Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), Accuracy atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

3.1.4 Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par Accuracy au titre de la présente mission s'élève à 80 000 € hors taxes.

3.1.5 Diligences effectuées

3.1.5.1 Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du contexte de l'Opération, notamment de la structure d'actionnariat de la Société, de la performance boursière historique et de la liquidité du titre, et du niveau de suivi par les analystes financiers ;
- analyse de la note d'opération élaborée par l'Initiateur et sa Banque conseil ;
- analyse financière des comptes historiques de la Société ;
- analyse des prévisions élaborées par le management de la Société sur les différents segments d'activité de la Société ;
- entretiens avec des responsables de la Société (présentation de la Société, de son historique, de son potentiel de développement propre, etc.) ;

- entretiens avec des représentants de la Banque conseil;
- analyse critique des travaux d'évaluation effectués par *Rothschild & Cie Banque* dans le cadre de l'Opération ;
- évaluation de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et de la méthode des comparaisons boursières ;
- dans le cadre de la méthode DCF, estimation des différents paramètres avec une attention particulière portée aux modalités de calcul de la valeur terminale et à la détermination du taux d'actualisation ;
- dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes ;
- analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société ;
- rédaction du présent rapport d'expertise.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au règlement de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

3.1.5.2 Calendrier de l'étude

Accuracy a été mandaté formellement par le conseil de surveillance le 22 mars 2010. Notre mission s'est déroulée du 23 mars 2010 au 15 avril 2010.

Au cours de cette période, nous avons eu des contacts réguliers avec le Directeur Général Finance de la Société et des représentants de sa banque conseil.

3.1.5.3 Liste des principales personnes rencontrées au cours de la mission

- Laurent Milchior, Gérant Associé, *Etam Développement* ;
- Frédéric de Castro, Directeur Général Finance, *Etam Développement* ;
- Frank Cygler, Directeur, *Rothschild & Cie Banque*.

3.1.5.4 Informations utilisées

Outre les informations disponibles publiquement, nos travaux se sont appuyés sur les informations confidentielles (notamment structure et conditions financières de l'Opération) communiquées par la Société et ses conseils.

Les principales informations utilisées peuvent être classées comme suit :

- documents de référence de la Société (exercices 2008 et antérieurs), ainsi que les documents de référence ou rapports annuels des sociétés cotées comparables ;
- comptes consolidés audités 2009 de la Société ;
- divers éléments financiers et comptables (actif immobilisé, BFR, ...) relatifs aux deux principaux pôles d'activité de la Société (Europe et Chine) ;
- plan d'affaires 2010-2012 élaboré par le management de la Société ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg*, *Reuters*, *Mergermarket* et *Zephyr* : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables pour l'estimation du coefficient bêta du portefeuille d'activités de la Société, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles clés des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières, données de marché pour la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables (prix des transactions, éléments financiers des cibles, multiples implicites des opérations identifiées) ;
- différentes notes, articles de presse, études d'analystes financiers sur la Société, les comparables retenus et les secteurs de la lingerie et du prêt-à-porter ;
- éléments d'évaluation élaborés par *Rothschild & Cie Banque*.

3.1.5.5 Limites de nos travaux

Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) que la Société ou ses conseils nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par le management de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de chaque segment d'activité et des explications orales données par le management sur leurs perspectives de développement.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

3.2 Contexte et objectifs de l'Opération

3.2.1 Présentation de la Société

3.2.1.1 Un portefeuille d'activités diversifié

ETAM Développement est un groupe de distribution spécialisé dans la lingerie et le prêt-à-porter qui a réalisé en 2009 un chiffre d'affaires d'environ 1,0 Md€. Conséquence de la stratégie de développement international conduite depuis le milieu des années 1990, la Société est implantée sur deux zones géographiques bien distinctes : l'Europe (France principalement, Italie, Belgique, Pologne, Espagne et Allemagne) et la Chine.

Les enseignes du groupe en Europe, qui ont contribué à hauteur de 74% au chiffre d'affaires 2009, se déclinent comme suit :

- *Etam*, principale marque de la Société avec 848 magasins et 56% du chiffre d'affaires consolidé en 2009 (y compris *Undiz*), présente sur deux marchés :
 - Lingerie, activité phare et historique de la Société, implantée en France et en Europe ;
 - Prêt-à-porter, activité déployée en France uniquement et pour laquelle un nouveau concept est en cours de déploiement ;
- *1,2,3* (prêt-à-porter), avec 268 magasins implantés en France et en Europe et 17% du chiffre d'affaires en 2009, propose des produits classiques moyen de gamme pour des clientes dans la tranche d'âge 35-45 ans ;
- *Undiz* (lingerie), avec un parc de 26 magasins et une forte expansion prévue sur les prochaines années, se positionne sur l'entrée de gamme pour la tranche d'âge 15-25 ans.

En Chine (26% du chiffre d'affaires 2009), la Société a développé trois marques phares (*Etam*, *Etam Week End* et *Etam Sport*) et dispose de trois autres marques (*EHomme*, *Etam Lingerie* et *E&Joy*), à la fois en lingerie et en prêt-à-porter, et est aujourd'hui présent dans 2 671 points de vente qui sont pour l'essentiel des *corners* de grands magasins.

Par ailleurs, la Société détient un patrimoine immobilier non négligeable. En France, elle est ainsi propriétaire des murs d'une centaine de magasins, ainsi que de son siège social à Clichy (financé en crédit-bail) et de deux entrepôts.

Au total, la Société développe une activité relativement complexe, puisqu'elle est à la fois multi secteurs (lingerie et prêt-à-porter), multi enseignes (avec des positionnements bien distincts) et multi marchés (avec un *business model* chinois très différent de celui en vigueur en Europe). Sur le plan boursier, cette configuration ne simplifie guère les travaux d'évaluation des analystes financiers, alors même que la capitalisation boursière (un peu moins de 300 M€) reste modeste.

3.2.1.2 Des situations contrastées

Ces difficultés d'analyse sont renforcées par la grande diversité de situations présentée par les différents segments d'activité en termes de développement, de rentabilité et de croissance bénéficiaire.

Cette diversité n'est pas seulement liée à la présence de la Société en Chine, mais caractérise d'abord les enseignes développées en Europe.

- L'activité lingerie d'*Etam* présente le profil typique d'une activité qui génère des *cash flows* importants avec une croissance certes faible (et même négative à surface comparable sur les dix derniers trimestres, signe d'une intensification de la concurrence) mais un niveau de marge opérationnelle élevé comparativement aux investissements.
- L'activité prêt-à-porter d'*Etam* a connu des difficultés au cours du passé (chiffre d'affaires en baisse et marge brute insuffisante). Le plan d'actions élaboré par la Société (implantation du nouveau concept de magasin *Greenwich* et amélioration de la réactivité de l'enseigne avec la mise en place progressive d'une stratégie de « *Quick Response* ») crée une situation de retournement avec tous les risques (positifs et négatifs) associés tant en termes de résultat opérationnel que de flux de trésorerie.
- 1,2,3 est certes en meilleure posture, mais sa rentabilité a été négative en 2009. Le repositionnement de la marque initié par le management a pour objet de remédier à cette situation grâce à une attractivité accrue de l'enseigne. Dans ce contexte, l'enseigne dispose d'un potentiel de rebond de ses résultats (notamment sur 2010), mais comme précédemment la visibilité sur le moyen terme reste suspendue au plein succès de la stratégie mise en oeuvre.
- *Undiz* présente le profil type d'une start-up prometteuse : très forte croissance anticipée du chiffre d'affaires accompagnée par une augmentation rapide de la marge opérationnelle, mais des excédents de trésorerie d'exploitation entièrement absorbés par le poids des investissements. De ce fait, la valeur de cette nouvelle enseigne reste suspendue à la confirmation de la pertinence du concept.

S'agissant de la Chine, l'activité de la Société a connu d'importantes difficultés au cours de la période récente, comme attesté par la chute du résultat opérationnel de 8,8 M€ en 2007 à -5.1 M€ en 2008. Grâce au nouveau management mis en place début 2008, le volume d'affaires et les marges se sont bien redressés durant l'année 2009, le résultat opérationnel atteignant le niveau record de 16,8 M€ (soit plus de 40% du résultat dégagé par l'ensemble des segments d'activités de la Société). Cette forte volatilité des résultats, conjugué au poids significatif de la Chine dans la performance économique globale de la Société, a largement contribué à l'évolution pour le moins heurtée du cours de bourse au cours de la période récente (cf. *infra*).

Au total, le modèle économique de la Société en Chine présente des points de faiblesse, car sa performance économique dépend pour une large part de l'évolution du rapport de force entre les distributeurs et les opérateurs des grands magasins. En particulier, les exigences de ces derniers en termes d'animations commerciales et de promotions devraient continuer de peser sur la rentabilité de l'activité de la Société. Déjà mise en œuvre, une alternative au modèle de développement fondé sur les *corners* en grands magasins est la construction d'un réseau de magasins en propre avec l'avantage de retrouver un meilleur contrôle de la marge, mais avec l'inconvénient d'être beaucoup plus lourd en termes d'investissement et de charges fixes. Au total, l'existence de ces facteurs, qui pèsent soit sur la marge opérationnelle soit sur la rotation des capitaux investis, nous paraissent justifier la prudence affichée par le management sur l'évolution de la rentabilité de l'activité de la Société en Chine au cours des prochaines années.

3.2.1.3 Une rentabilité des capitaux engagés historiquement faible et potentiellement très volatile

La rentabilité des capitaux engagés (ou ROCE pour *Return On Capital Employed*), mesurée par le rapport entre résultat opérationnel et actif économique (i.e. actif immobilisé augmenté du besoin en fonds de roulement), ressort respectivement à 4,3% et 4,5% en 2008 et 2009. De tels niveaux de rentabilité sont à peine supérieurs au taux d'intérêt sans risque à long terme (soit environ 3,5% aujourd'hui sur la base du rendement offert par les OAT 10 ans) et apparaissent donc faibles au regard de la rentabilité normalement attendue par les bailleurs de fonds (ou coût des capitaux engagés).

Il convient cependant de souligner que, à la différence de la quasi-totalité des sociétés cotées, les ROCE évoqués ci-dessus pour les exercices 2008 et 2009 intègrent pleinement le coût d'opportunité lié à la détention des actifs corporels et incorporels engagés dans l'activité. En effet, lors du passage aux normes IFRS en 2005, la Société a opté pour une option comptable permettant de comptabiliser certains actifs à leur juste valeur à l'actif du bilan consolidé. Les actifs concernés sont les droits au bail (fonds de commerce) des magasins, ainsi que les ensembles immobiliers détenus par la Société, à savoir pour l'essentiel le siège social de Clichy, deux entrepôts et les murs d'une centaine de magasins. Pour les deux années considérées, l'impact de cette option comptable sur le montant des capitaux engagés (et sur la valeur comptable des capitaux propres) avoisine 200 M€, soit le montant de « l'écart de réévaluation » comptabilisé

dans les capitaux propres consolidés. Corrigé de cet impact, les ROCE des années 2008 et 2009 seraient certes plus favorables (respectivement 6,6% et 7,1%), mais restent faibles au regard du coût supposé des capitaux engagés.

Par ailleurs, le ROCE de la Société est potentiellement très volatil en raison des effets prix significatifs (positifs ou négatifs) qui peuvent affecter le résultat opérationnel d'une enseigne sous l'effet d'une variation apparemment modeste de son efficacité commerciale. Ce phénomène peut être illustré par l'exemple chiffré suivant. Considérons un distributeur textile qui vend 75% de ses produits sans démarque en dégageant une marge brute de 70%, mais qui doit consentir une démarque moyenne de 40% sur le solde de ses produits (soit 25%), si bien que la marge brute globale de la société s'élève à 60%. Supposons en outre que, déduction faite des frais directs des magasins et des frais généraux, la marge opérationnelle de ce distributeur (EBIT rapporté au chiffre d'affaires) s'élève à 8%. Imaginons que, sous l'effet d'une meilleure efficacité commerciale de l'enseigne, le pourcentage des produits faisant l'objet d'une démarque passe de 25% à 20% et que le taux moyen de la démarque passe de 40% à 30%. La marge brute globale passe alors de 60% à 64% ; en l'absence de variation des autres charges d'exploitation, cette augmentation de 4 points se retrouve en totalité dans la marge opérationnelle qui passe ainsi de 8% à 12%, soit une augmentation de 50%. Dans l'hypothèse où l'amélioration de l'efficacité commerciale de l'enseigne s'accompagne également d'une augmentation de 20% des articles vendus, le résultat opérationnel ferait alors un bond de 80% ! Bien évidemment, une variation opposée et d'une amplitude similaire serait observée dans le cas d'une évolution contraire des mêmes paramètres.

Dans un tel contexte, la remarquable stabilité du ROCE de la Société au cours des deux dernières années apparaît surprenante, mais elle s'explique par le fait que la très forte progression du résultat opérationnel de l'activité en Chine en 2009 a été compensée par une réduction comparable du résultat opérationnel de l'activité en Europe. A l'avenir, une telle coïncidence a peu de chance de se reproduire et il faut plutôt s'attendre à une forte volatilité du résultat opérationnel de la Société, dans un sens comme dans l'autre.

Dans la perspective d'une évaluation financière, quelles conséquences tirer des caractéristiques opérationnelles de la Société qui viennent d'être mentionnées ? Trois éléments nous semblent devoir être soulignés.

- En premier lieu, la construction d'un plan d'affaires apparaît particulièrement délicate, car alors même que la visibilité sur les principaux déterminants de la marge brute (en particulier poids relatif et taux de la démarque) est très limitée, les hypothèses formulées en la matière ont un impact très significatif sur le niveau de la marge opérationnelle.
- En second lieu, les activités de la Société en Europe et en Chine doivent faire l'objet de deux évaluations distinctes en raison de la spécificité de leurs modèles économiques respectifs et des risques associés.

Enfin, les composantes immobilières de l'activité en Europe ne peuvent être ignorées : ainsi les murs des magasins pourraient sans doute être cédés sans dommage sur le volume d'activité, tandis que les baux commerciaux représentent des véritables éléments de valeur dont la cession (ou le transfert à une autre enseigne de la Société) pourrait partiellement compenser les pertes générées par l'échec commercial d'une enseigne.

3.2.2 Statut boursier de la Société

3.2.2.1 Une faible liquidité du titre en raison d'un flottant de taille modeste et relativement concentré

La Société a été introduite en bourse en 1997 et est cotée depuis sur le compartiment B de *NYSE Euronext Paris*. Au 9 avril 2010, la capitalisation boursière de la société avoisine 300 M€ environ, ce qui range la Société dans la catégorie des valeurs moyennes (« *midcaps* »). S'agissant de la structure de l'actionnariat, la majorité des actions de la Société est aujourd'hui entre les mains des familles Milchior et Tarica, qui détiennent 50,3% des titres et 61,6% des droits de vote et ont déclaré agir de concert.

Le flottant (soit 49,7% du capital) est donc de taille modeste (environ 150 M€). Conséquence directe de cette situation, le marché du titre est étroit et peu actif, le volume d'échanges se situant en moyenne à environ 17 000 titres par jour de cotation sur les trois derniers mois. A l'évidence, de tels volumes ne permettent pas aux actionnaires minoritaires significatifs de réaliser leur investissement sans perturber durablement le marché du titre.

Liquidité du titre Etam					
	Volume quotidien moyen (milliers de titres)	Volume cumulé			
		... en % du		... en % du	
		... en milliers de titres	nombre total d'actions	flottant	... en m€
09/04/2010	27,1	27,1	0,3 %	0,5 %	0,8
Dernier mois	29,7	535,1	4,9 %	10,0 %	13,6
3 derniers mois	17,3	1 036,4	9,6 %	19,3 %	23,4
6 derniers mois	13,4	1 680,8	15,5 %	31,3 %	33,6
12 derniers mois	11,4	2 893,9	26,7 %	53,8 %	49,6

Source : Bloomberg

En outre, les actions qui composent le capital flottant sont majoritairement détenues par plusieurs investisseurs institutionnels (dont *Inteco*, *Linto*, *Crédit Agricole* et la *Financière de l'Echiquier*) dont les participations représentent entre 2 et 5% du capital de la Société. De telles caractéristiques limitent à l'évidence l'intérêt présenté par la Société pour les sociétés de bourse et les départements spécialisés des banques, car le suivi des sociétés cotées par les analystes financiers, en quantité (nombre d'analystes) mais également en qualité (seniorité des analystes) reste largement conditionné par la capitalisation boursière et le poids relatif du flottant.

Dans ce contexte, on peut s'étonner que la Société fasse l'objet d'un suivi régulier par une dizaine d'analystes financiers. Une explication souvent avancée en pareil cas est que la fréquence et la qualité des contacts qui peuvent être noués avec le management des petites valeurs d'un secteur sont mis à profit par les analystes financiers pour améliorer leur connaissance de la situation économique du secteur et accroître de ce fait la pertinence de leurs recommandations sur les valeurs phares du secteur qui capturent l'essentiel des capacités d'analyse. S'agissant de l'analyse de la Société en tant que telle, il convient en outre de souligner la relative complexité du portefeuille d'activités de la Société (multi marchés et multi enseignes) et la profondeur nécessairement limitée de l'information sectorielle communiquée par le management.

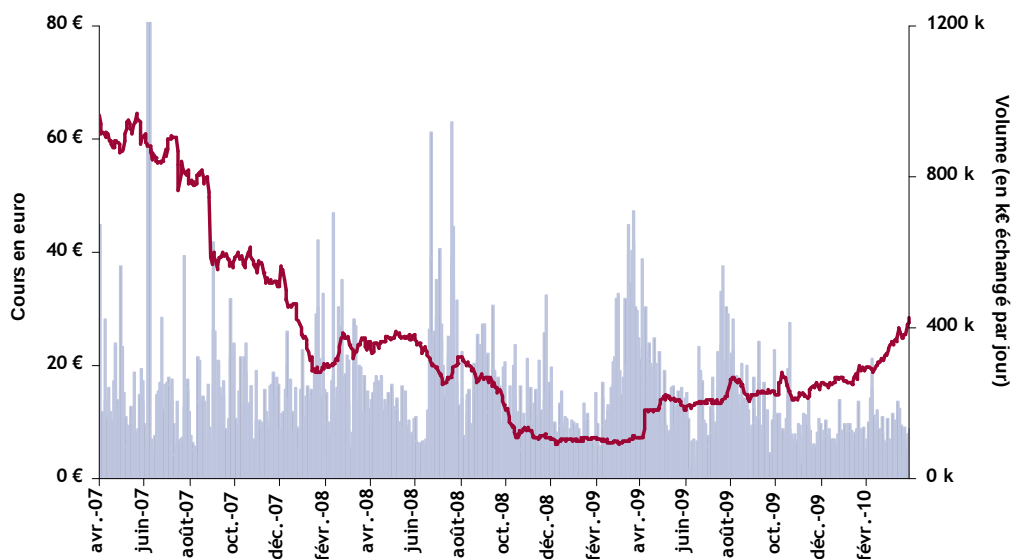
A partir de là, on peut légitimement mettre en doute la pertinence des études publiées sur la Société et tout particulièrement celle des cours cibles (*target prices*) publiées par les analystes financiers. Bien plus, nous considérons que ces cours cibles ne constituent pas une référence valable de la valeur intrinsèque de la Société, et cela d'autant plus que deux facteurs additionnels sont susceptibles de biaiser ces objectifs de cours : (i) l'historique du cours (cf. *infra*) qui a pu susciter quelque frustration chez les investisseurs et incite donc à la prudence, (ii) la décote implicite de liquidité qui résulte de l'étroitesse du marché du titre et qui vient nécessairement limiter l'espérance de plus-value générée par une progression du cours.

3.2.2.2 Un historique de cours particulièrement mouvementé

Le cours de bourse d'*Etam* a connu une évolution mouvementée au cours des trois dernières années. On peut décomposer cette évolution en trois périodes successives.

- Sur la première période, comprise entre l'été 2007 et l'automne 2008, le cours de bourse de la Société a connu une chute ininterrompue : alors qu'il dépassait 60 € par titre au printemps 2007, le cours de l'action *Etam* a atteint moins de 10 € à l'automne 2008. Cette chute brutale est liée en grande partie aux difficultés rencontrées par la Société en Chine.
- Dans une seconde période, qui s'étale de l'automne 2008 au printemps 2009, le cours de l'action s'est stabilisé entre 6 € et 8 €, en l'absence d'annonces significatives de la Société.
- Enfin, ce n'est que mi-avril 2009, lors de l'annonce des résultats annuels 2008 et de perspectives plus favorables en Chine, que le cours de l'action a entamé une remontée progressive jusqu'aux niveaux actuels.

Cours de bourse de ETAM depuis avril 2007



3.2.3 Objectifs et caractère équitable de l'Opération

L'objectif de la présente opération est de proposer un prix de sortie acceptable à tous les actionnaires minoritaires désireux de retrouver la liquidité de leur investissement. En outre, comme indiqué dans la note d'information relative à l'Opération, il importe de souligner qu'aucun retrait de la cote n'est envisagé au lendemain de l'Opération. Dans un tel contexte, comment apprécier le caractère équitable de l'Offre et notamment du prix de rachat proposé, soit 35€ par action ?

Il nous semble que les trois conditions suivantes doivent être respectées.

- (i) Tous les actionnaires minoritaires désireux de présenter leurs titres doivent être en mesure de le faire et leurs demandes doivent faire l'objet d'un traitement identique.
- (ii) Les modalités de financement de l'Offre ne doivent pas remettre en question le développement normal de la Société ; en particulier, elles ne doivent pas augmenter le risque financier encouru par les actionnaires dans une proportion telle qu'elles contreviendraient au libre choix des actionnaires en les incitant fortement à présenter leurs titres à l'Offre.
- (iii) Le Prix d'offre doit refléter de manière satisfaisante la valeur des actifs et le potentiel de développement de la Société ; dans la mesure où les actionnaires visés par l'Offre sont libres de présenter ou de conserver leurs titres, le Prix d'offre pourrait aussi intégrer de façon raisonnable la faible liquidité historique du titre en bourse.

S'agissant de la première condition, on peut d'ores et déjà affirmer qu'elle est respectée par la présente Offre qui s'adresse à tous les actionnaires minoritaires et qui, dans l'hypothèse d'un dépassement du nombre maximum de titres visés, prévoit un traitement égalitaire de tous les apporteurs via une réduction proportionnelle du nombre de titres présentés.

En ce qui concerne la deuxième condition, on ne peut nier que le financement de l'Opération va provoquer à court terme une augmentation du levier financier (rapport entre l'endettement financier net et les capitaux propres). Ainsi, en supposant le plein succès de l'Opération (i.e. rachat de 26,5% du capital), le levier financier en valeur comptable serait multiplié par 2, passant de 0,3 à 0,6. Compte tenu du faible écart entre la valeur comptable des capitaux propres et la capitalisation boursière, le levier financier en valeur de marché connaîtrait une évolution similaire. Les conséquences d'un tel doublement du levier financier doivent être cependant relativisées au regard des deux considérations suivantes.

- Le plan d'affaires 2010-2013 de la Société fait apparaître un besoin de financement limité sur les deux premières années 2010 et 2011 et un excédent de financement sur les quatre années du plan, et ceci en dépit d'une augmentation prévue du rythme des investissements.

- Enfin, en cas de difficultés financières avérées, la Société dispose d'une marge de manœuvre non négligeable en Europe grâce à son patrimoine immobilier commercial (droits au bail et murs des magasins).

Enfin, s'agissant de la troisième condition, la réponse reste suspendue aux résultats de l'évaluation multicritères qui est présentée ci-après.

3.3 Evaluation de la Société

La présente section expose les résultats de nos travaux d'évaluation. Ces travaux ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères qui s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre de méthodes relevant de deux approches complémentaires de l'évaluation d'entreprises, à savoir l'approche intrinsèque fondée sur la méthode DCF et l'approche analogique fondée sur la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables.

3.3.1 Références d'évaluation disponibles

3.3.1.1 Actif net comptable consolidé

En général, l'actif net comptable d'une entreprise n'est pas considéré comme une référence pertinente de sa valeur de marché (ou valeur intrinsèque), notamment parce qu'elle n'intègre ni le goodwill généré par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation. Dans le cas présent, la Société a retenue en 2005 une option comptable qui lui permet de comptabiliser certains actifs en juste valeur à son bilan. Dès lors, cette appréciation négative de l'ANR en tant que référence d'évaluation doit être nuancée.

Les actifs comptabilisés en juste valeur au bilan, et faisant donc l'objet d'une réévaluation périodique, sont les droits au bail des magasins, ainsi que les ensembles immobiliers détenus par la Société, à savoir le siège social de Clichy, deux entrepôts, les murs d'une centaine de magasins (dont cinq loués à des tiers) et le siège de la Société en Belgique (vendu début 2010). L'impact de ce choix comptable par rapport à l'option traditionnelle (assise sur le coût historique) correspond au montant de « l'écart de réévaluation » figurant dans les capitaux propres consolidés, soit un montant de l'ordre de 200 M€ à fin 2009, dont les deux tiers portent sur les droits au bail (fonds de commerce).

Dès lors, l'actif net comptable de la Société à fin 2009, soit 338,7 M€ en part du groupe et 31,4 € par action, ne peut être totalement ignoré dans le cadre de la présente Opération. Et cela d'autant moins (i) que la rentabilité actuelle du portefeuille d'activités de la Société (ROCE) est globalement faible - ce qui accrédite l'éventualité d'arbitrages conduisant à arrêter ou à céder l'exploitation d'une enseigne – (ii) et que certains actifs (les murs des magasins) pourraient être cédés sans dommage sur le développement de l'enseigne concernée.

Pour autant, l'actif net comptable ne saurait représenter un niveau plancher de la valeur de marché des actions, car non seulement les arbitrages susmentionnés ne sont pas sans coût et sans risque, mais en plus ils interviendraient après l'échec commercial avéré d'une enseigne et donc probablement après des pertes d'exploitation significatives qui auraient amputé à due proportion le montant de l'actif net comptable.

3.3.1.2 Transactions récentes sur le capital

En novembre 2009, *Etam* a acheté à Juliette Liu sa participation de 10% dans *Modasia*, holding portant l'activité de la Société en Chine. Cette transaction a été conclue sur la base d'un paiement en numéraire et d'un *earn-out* dont la valeur actuelle a été estimée afin de déterminer un prix de transaction global.

Juliette Liu est la sœur de Paul Liu, dirigeant historique des activités de la Société en Chine, qui détient encore 24% de *Modasia* (le solde étant détenu par *Etam*) : elle peut de ce fait être considérée comme un investisseur avisé, au fait des perspectives de développement de la Société en Chine. Par ailleurs, cette transaction porte sur une fraction significative du capital de *Modasia*, et résulte d'une véritable négociation qui ne s'est accompagnée d'aucune contrepartie autre que le paiement du prix et le *earn out* évoqué ci-dessus.

Le prix global de cette transaction (« le Prix de transaction Modasia ») constitue donc une référence pertinente de la valeur de marché de l'activité de la Société en Chine.

3.3.1.3 Cours de bourse

Sur la base des développements précédents sur le statut boursier de la Société, deux éléments nous conduisent à relativiser la pertinence du cours boursier comme référence de la valeur intrinsèque de la Société. En premier lieu, le marché du titre *Etam* est étroit et peu actif : il est donc probable que le cours de l'action *Etam* supporte une décote de liquidité et ne reflète pas en tant que telle la valeur intrinsèque de la Société. En second lieu, la relative complexité du portefeuille d'activités de la Société et la taille modeste du flottant conduisent à douter de la pertinence des objectifs de cours des analystes financiers : dès lors, c'est un facteur essentiel de l'efficacité du marché du titre qui se trouve amoindri.

Pour autant, sous réserve que la liquidité soit la seule cause d'écart avec la valeur intrinsèque, le cours de bourse demeure une référence d'évaluation incontournable. En effet, les principaux actionnaires minoritaires sont rentrés au capital de la société sur la base d'un cours qui intégrait sans doute déjà une décote de liquidité : la présente Opération ayant pour but principal de permettre à ces minoritaires de recouvrer la liquidité de leur investissement, il ne serait pas anormal que le Prix d'offre intègre partiellement la faible liquidité historique du titre, dans la mesure où aucun retrait de la cote n'est envisagé au lendemain de l'Opération.

Prime induite par le prix d'offre par rapport au cours du titre Etam

€ par action	Cours moyen (*)	Prime induite par le prix d'offre
13/04/2010	29,5	18,6 %
Dernier mois	25,9	35,3 %
3 derniers mois	23,0	52,2 %
6 derniers mois	20,4	71,9 %
12 derniers mois	17,3	101,8 %
Plus haut 1 an	29,5	18,6 %
Plus bas 1 an	7,3	382,8 %

(*) Cours moyen pondéré par les volumes quotidiens échangés

Source : Bloomberg

A ce stade, nous observons que le Prix d'offre extériorise une prime significative par rapport au cours de bourse : entre 18,6% et 71,9%, selon que l'on considère le cours de clôture au 13 avril 2010, le cours moyen pondéré du dernier mois, des trois derniers mois ou des six derniers mois.

S'agissant des cours cibles des analystes financiers, nous avons indiqué plus haut les raisons qui nous conduisent à douter de la pertinence de cette référence d'évaluation (cf. supra, statut boursier de la Société). A titre d'information, les cours cibles des analystes financiers identifiés par la Banque et ayant publié sur la Société depuis la publication du chiffre d'affaires 2009 font ainsi ressortir une fourchette d'estimations relativement large, comprise entre 23 € et 34 €.

3.3.2 Définition de la démarche d'évaluation

La société développe son activité sur deux marchés bien distincts : l'Europe (principalement la France) et la Chine. Cette segmentation correspond d'ailleurs à celle retenue par le management dans le cadre de sa communication financière. Comme on l'a souligné plus haut, la situation de la Société sur ces deux marchés diffère notablement en termes de croissance et maturité des marchés visés, de force et notoriété des enseignes et marques développées, et enfin de modèle économique et risques associés.

Tenir compte de manière satisfaisante de ces spécificités dans les travaux d'évaluation impose de mettre en place une approche par somme des parties (*sum of the parts*), en évaluant séparément les activités européenne et chinoise. Cette approche est en outre rendue nécessaire par l'existence d'intérêts minoritaires significatifs en Chine (soit 24% du holding de tête détenu par l'ancien dirigeant de l'entité, Paul Liu), dont la valeur de marché ne peut être estimée de manière fiable sans disposer d'une estimation distincte de la valeur de l'activité sur ce territoire.

Par ailleurs, nous avons souligné plus haut le poids important des actifs immobiliers détenus par la Société. Abstraction faite des fonds de commerce dont la détention est relativement indissociable de l'exploitation

des magasins et qui représentent environ 60% des actifs comptabilisés en juste valeur, ce patrimoine immobilier peut être scindé en deux catégories.

- D'un côté, le siège de Clichy et les entrepôts sont directement et absolument nécessaires au fonctionnement de la Société, et le management de la Société nous a confirmé qu'il n'entrait pas dans ses intentions de céder ces actifs à court ou moyen terme.
- De l'autre, les murs des magasins (ci-après « le Parc immobilier ») constituent des actifs peu différenciés, éventuellement fongibles d'une enseigne à l'autre et pouvant être cédés sans délai en cas de difficultés financières sans remettre en question la stratégie d'ensemble de la Société.

Sur cette base, il nous a paru préférable d'isoler la valeur du Parc immobilier dans l'évaluation de l'activité de la Société en Europe. Nonobstant l'information complémentaire apportée par une telle segmentation, cette démarche d'évaluation a l'avantage de rendre l'activité évaluée plus comparable à celle des sociétés cotées du secteur dont la composante immobilière est proportionnellement beaucoup plus faible, ce qui fiabilise la méthode des comparaisons boursières ainsi que l'estimation des coefficients bêta pour la détermination du taux d'actualisation requis par la méthode DCF.

Concrètement, le plan d'affaires utilisé pour l'évaluation de l'activité européenne de la Société a donc été retraité en substituant aux amortissements du Parc immobilier les loyers de marché payés à la société foncière dédiée détenue par la Société, tandis que le Parc immobilier a été évalué sur la base de la juste valeur affichée dans le bilan consolidé du 31 décembre 2009. Pour cette dernière raison, les méthodes retenues dans le cadre de l'évaluation multicritères de la Société et dont les modalités de mise en œuvre sont présentées ci-après, ont donc porté sur les deux éléments suivants : (i) l'activité de la Société en Europe (ci-après « *Etam Europe* ») en supposant la location de la totalité du Parc immobilier à un prix de marché, (ii) l'activité de la Société en Chine (ci-après « *Etam Chine* »).

3.3.3 Méthode DCF

3.3.3.1 Estimation des flux de trésorerie annuels

Le management de la Société nous a communiqué le plan d'affaires 2010-2013 qu'il a élaboré dans la perspective de l'Opération et communiqué aux différentes banques contactées en vue de son financement. Nous avons souligné plus haut la forte volatilité potentielle des résultats opérationnels de la Société et la difficulté qui en résulte pour la construction de prévisions. La difficulté de l'exercice augmente encore lorsque l'objectif est de fournir un seul jeu de prévisions. Pour l'évaluateur, il importe d'examiner dans quelle mesure ce jeu de prévisions unique reflète le scénario moyen. Ce scénario moyen n'est pas nécessairement le scénario le plus probable aux yeux du management, mais le scénario qui fait théoriquement la synthèse de l'ensemble des scénarios possibles, du plus pessimiste (*worst case scenario*) au plus optimiste. Aux termes des discussions que nous avons eues avec les dirigeants de la Société, il nous a semblé que le plan d'affaires donnait une vision médiane du potentiel de croissance de l'activité et des résultats, sans doute peu représentative d'un scénario possible mais conforme aux caractéristiques d'un scénario moyen.

Sur cette base, les flux de trésorerie annuels retenus pour l'évaluation d'*Etam Europe* et d'*Etam Chine* sont les flux économiques à dette nulle (*free cash flows*) du plan d'affaires de la Société, modifiés à la marge par les quelques ajustements suivants qui ne portent que sur *Etam Europe*.

- EBITDA : montants annuels diminués des loyers afférents au Parc immobilier ;
- Dotations aux amortissements : montants annuels diminués des dotations afférentes au Parc immobilier ;
- Impôt à dette nulle : montants annuels calculés sur la base des deux ajustements ci-dessus et d'un ajustement complémentaire (à la hausse) lié à la réévaluation des amortissements pratiqués sur les immobilisations comptabilisées en juste valeur.

3.3.3.2 Détermination d'une valeur terminale

En raison du caractère un peu théorique du plan d'affaires supposé représentatif du scénario moyen (par rapport à des scénarios alternatifs envisageant le succès ou l'échec des différentes stratégies mises en œuvre), nous n'avons pas extrapolé le plan d'affaires sur une période additionnelle avant de déterminer une valeur terminale.

Concrètement, nous avons seulement ajouté une année complémentaire à la période du plan d'affaires dans le seul but de prendre en compte l'impact des ouvertures de magasins intervenues l'année précédente. Le calcul d'une valeur terminale intervient alors au terme de cette année additionnelle, soit à fin 2014. Au-delà de cet horizon et comme c'est l'usage pour le calcul d'une valeur terminale fondée sur l'actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif, le périmètre d'activités de l'entité évaluée est supposé constant, si bien que la seule croissance prise en compte est celle résultant de l'inflation.

S'agissant de la détermination du flux de trésorerie normatif, nous avons considéré des modalités de calcul distinctes pour *Etam Europe* et pour *Etam Chine*.

- Pour *Etam Chine*, le calcul du flux normatif s'est appuyé sur l'estimation d'une rentabilité normative sur les capitaux engagés (ROCE) à l'horizon 2014. Comme indiqué plus haut, nous disposons sur cette entité de la référence d'évaluation donnée par le prix de la transaction intervenue en novembre 2009 et portant sur 10% du capital. En intégrant dans la modélisation DCF les flux du plan d'affaires et le taux d'actualisation applicable (cf. *infra*), nous avons alors constaté que le niveau de rentabilité normative permettant d'obtenir une estimation d'*Etam Chine* était proche du niveau de rentabilité attendu à l'horizon du plan. Dès lors, nous estimons que les estimations données par la méthode DCF viennent conforter la pertinence du Prix de transaction *Modasia* et c'est ce dernier que nous retenons comme estimation centrale issue de la méthode DCF.

Pour *Etam Europe*, l'estimation d'une rentabilité normative à partir du ROCE attendu à l'horizon du plan d'affaires s'avère difficile en raison du poids important des actifs évalués en juste valeur (fonds de commerce pour l'essentiel). Dès lors, le calcul du flux normatif a reposé sur une estimation de ses différentes composantes : EBITDA, impôts à dette nulle, variation de BFR et investissements. La composante la plus délicate à estimer est celle relative aux investissements. En théorie, le montant retenu doit refléter le niveau des investissements nécessaires au maintien de la capacité du réseau à générer le volume d'affaires attendu à l'horizon du plan. En pratique, ce montant a été estimé à partir des trois paramètres suivants : (i) durée de vie des concepts caractéristiques des différentes enseignes, (ii) coût (en euros au m²) lié à la rénovation d'un concept, (iii) surface de vente attendue pour chaque enseigne à l'horizon du plan d'affaires. Sur la base de nos discussions avec le management et des informations complémentaires obtenues sur les investissements inclus dans le plan d'affaires, le premier paramètre a été fixé à 6 ans pour toutes les enseignes, tandis que deuxième paramètre a été estimé pour chacune des enseignes dans une fourchette comprise entre 1 500 € et 2 100 € au m².

3.3.3.3 Détermination du taux d'actualisation

Contrairement à la pratique traditionnelle des évaluateurs, nous n'avons pas retenu le coût moyen pondéré du capital (WACC pour *Weighted Average Cost of Capital*). A cet égard, nous considérons que les modalités de calcul usuelles de ce taux conduisent très probablement à surestimer l'impact positif que la structure financière est supposée produire sur la valeur des actifs. La raison en est notamment que les modalités de calcul usuelles de ce taux n'intègrent que les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise) et ignorent d'autres paramètres moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites multiples de la dette certes difficiles à chiffrer mais bien réels, comme attesté par les graves problèmes de liquidité rencontrés par de nombreuses entreprises lors de la crise financière de l'automne 2008).

Cette question fait l'objet de débats dans de nombreuses publications académiques. Pour cette raison, nous préférons utiliser une approche alternative, d'ailleurs conforme aux principes du référentiel comptable IFRS, qui stipule l'absence d'impact de la structure financière sur la valeur des actifs. Selon cette approche, les flux espérés sont donc actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou coût d'opportunité du capital).

Le coût d'opportunité du capital (ainsi que le WACC traditionnel), déterminé dans le cadre du modèle du MEDAF, reflète uniquement le risque systématique de la société, c'est-à-dire la fraction du risque total qui ne peut être éliminée par la diversification. L'utilisation de ce taux suppose que le risque spécifique de l'activité évaluée, c'est-à-dire la fraction du risque qui peut être éliminée par la diversification, a été pris en compte dans les flux. En pratique, cela signifie que les flux actualisés par ce taux doivent être les flux attendus d'un scénario « moyen ». Autrement dit, en cas de scénario optimiste ou au contraire pessimiste, il conviendrait donc d'ajuster ce taux à la hausse ou à la baisse en appliquant des primes spécifiques adéquates.

Dans le cas présent, nous avons indiqué plus haut que le plan d'affaires du management nous semblait refléter un scénario moyen. Dans ces conditions, les taux d'actualisation retenus pour *Etam Europe* et *Etam*

Chine sont les coûts d'opportunité du capital estimés sur ces deux activités, sans adjonction de prime de risque spécifique.

Pour *Etam Europe*, les composantes de ce taux sont les suivantes :

- taux sans risque de 3,50%, soit le rendement en avril 2010 de l'OAT 10 ans en France ;
- prime de risque moyenne anticipée du marché fixée à 4.5%, soit un niveau qui se situe plutôt dans le haut de la fourchette des estimations fournies par des études académiques récentes ;
- coefficient bêta désendetté (ou coefficient bêta du portefeuille d'activités) de 0.9, estimé selon la méthodologie décrite ci-après.

Sur cette base, le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation d'*Etam Europe* s'établit à 7,6%, soit :

$$\text{Coût d'opportunité du capital (Europe)} = 3,5\% + [0,9 * 4,5\%] = 7,6\%$$

Le coefficient bêta désendetté de 0,9 a été estimé à partir de l'échantillon de sociétés comparables retenu par ailleurs pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières (cf. *infra*). Les coefficients bêta historiques (source : *Reuters*) sont issus d'une analyse de régression dont la qualité peut être mesurée par certains coefficients statistiques (le coefficient R^2 en particulier). Nous avons choisi de ne retenir que les coefficients bêta dont la régression affiche un R^2 supérieur à 15%. Nous avons observé les coefficients bêta de l'échantillon sur moyenne et longue période (2 à 5 ans) par rapport à l'indice boursier national de chaque société. Ces coefficients bêtas ont ensuite été « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière propre à chacune des sociétés et obtenir une estimation du coefficient bêta de l'activité. En raison d'un levier opérationnel sans doute plus élevé dans la Société que dans les sociétés comparables (conséquence d'une taille relativement modeste combinée à l'exploitation de plusieurs enseignes), le coefficient bêta désendetté retenu se situe dans le haut de la fourchette observée sur l'échantillon.

Pour *Etam Chine*, le coût d'opportunité du capital retenu comprend les mêmes composantes que précédemment, plus une composante intitulée « prime de risque pays », soit :

- taux sans risque : 3,5% ;
- prime de risque moyenne anticipée du marché : 4,5% ;
- coefficient bêta désendetté : 0,9 ;
- prime de risque pays : 1,5% sur la base des considérations exposées ci-après.

Sur cette base, le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation d'*Etam Chine* ressort à 9.1%, soit :

$$\text{Coût d'opportunité du capital (Chine)} = 3,5\% + 1,5\% + [0,9 * 4,5\%] = 9.1\%$$

Le raisonnement sous-jacent à la détermination de la prime de risque pays est le suivant. Les flux de trésorerie prévisionnels pris en compte pour l'évaluation d'*Etam Chine* sont les flux, exprimés en euros, du plan d'affaires du management. Dans ces conditions, le taux « sans risque » à prendre en compte dans la détermination du coût d'opportunité du capital n'est plus le taux local offert par les emprunts d'état émis en monnaie locale, mais le taux d'intérêt observé sur des emprunts souverains émis en euros. L'écart observé entre le taux des émissions obligataires de l'Etat chinois libellées en euros et le taux sans risque de la zone Euro correspond à la rémunération du « risque pays » ou « prime de risque pays ».

Le niveau de cette prime a été estimé sur la base des écarts de rendements observés sur des maturités longues (plus de 5 ans) entre les émissions obligataires en euros ou en dollars de l'Etat chinois et les emprunts obligataires en euros ou en dollars émis par des états considérés comme « sans risque » par les agences de notation (France, Allemagne, Etats-Unis...). Ces observations font ressortir une prime de l'ordre de 150 points de base (source : *Bloomberg*).

En retenant pour le Parc immobilier un coût d'opportunité du capital de 5% et en pondérant les taux applicables aux trois entités considérées dans l'évaluation sur la base de leur valeur de marché estimée (estimation DCF pour *Etam Europe*, prix de transaction pour *Etam Chine* et juste valeur pour le Parc immobilier), le coût d'opportunité du capital du portefeuille d'activités de la Société ressort à 7.5%. Ce taux apparaît cohérent avec le WACC utilisé par la Société dans le cadre des tests de dépréciation d'actifs conduits conformément à la norme IAS 36.

3.3.3.4 Résultats de la méthode

Sur la base de l'ensemble des hypothèses et paramètres détaillés ci-dessus pour Etam Europe et Etam Chine, la valeur d'entreprise de la Société (y compris juste valeur du Parc immobilier) ressort à 534 M€.

Pour le calcul de la valeur des capitaux propres, la dette financière nette figurant dans les comptes consolidés à fin 2009, soit 90 M€, a été ajustée pour tenir compte des éléments suivants :

- la valeur estimée de la seule participation non consolidée ;
- la valeur actuelle des économies fiscales générées par les déficits fiscaux reportables existant en Italie à fin 2009 ;
- le produit susceptible d'être retiré des stock-options dans la monnaie ;
- le préciput à verser aux associés commandités au titre de 2009 ;
- les intérêts minoritaires d'Etam Chine ;
- l'écart existant entre les besoins en fonds de roulement (BFR) constatés à fin 2009 dans les bilans d'Etam Europe et d'Etam Chine et les BFR normatifs estimés de ces deux entités ;

Sur cette base, la valeur des capitaux propres de la Société à fin 2009 ressort à 34.4 €, par action.

3.3.4 Méthode des comparaisons boursières

3.3.4.1 Principe de la méthode et choix des multiples pertinents

Pour les raisons évoquées plus haut, il est souhaitable de mettre en œuvre une démarche similaire à celle retenue pour la méthode DCF en évaluant séparément Etam Europe et Etam Chine à partir de deux échantillons distincts :

- le premier, composé de sociétés évoluant principalement sur le marché européen et caractérisées par une double présence en centre ville et en centre commercial ;
- le second, composé de sociétés évoluant principalement sur le marché Chinois.

S'agissant des ratios d'évaluation retenus pour la mise en œuvre de la méthode, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER) en raison des biais apportés par des différences éventuelles de structure financière. De même, les multiples de chiffre d'affaires ont été rejetés en raison des biais résultant des écarts de rentabilité. Enfin, en l'absence d'écart majeur en ce qui concerne de politique d'amortissement, nous privilégions les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA, car ils ne sont pas biaisés par les écarts d'intensité capitalistique résultant des stratégies de détention des actifs immobiliers.

3.3.4.2 Sélection des sociétés comparables à Etam Europe

Dans un premier temps, nous avons constitué un échantillon relativement large de sociétés cotées du secteur en écartant :

- les sociétés réalisant une fraction importante de leur chiffre d'affaires dans des domaines présentant des caractéristiques opérationnelles différentes de celle du prêt-à-porter ;
- les sociétés intégrées de manière significative en amont dans la production de leurs produits ;
- les deux sociétés leaders du secteur, *H&M* et *Inditex*, en raison de leur implantation internationale, leur taille critique et leur image de marque qui leur donnent un avantage certain sur les autres sociétés du secteur à la fois en termes de rentabilité (coûts d'approvisionnement, amortissements des coûts de création des collections) et de croissance (le caractère « incontournable » de ces marques favorisant leur développement).

L'échantillon ainsi obtenu a ensuite été affiné en ne conservant que les sociétés présentant un profil de croissance prévisionnelle de l'EBIT comparable à celle d'Etam Europe. Sur la base de ce critère, nous avons exclu les sociétés *French Connection* et *Charles Voegel*, actuellement en situation de retournement. La croissance bénéficiaire constitue en effet un des déterminant clefs du niveau des multiples, et par conséquent du caractère plus ou moins comparable des différentes sociétés. A cet égard, le multiple 2011 a été privilégié au multiple 2010, car la forte progression attendue de l'EBIT chez Etam Europe en 2010 et 2011 biaise la comparaison avec les sociétés de l'échantillon.

Au final, l'échantillon de sociétés comparables retenu pour l'évaluation d'Etam Europe comprend 4 sociétés :

- 2 sociétés françaises : *Camaieu* et *Damartex*
- 1 société italienne : *Benetton*
- 1 société anglaise : *Next*

3.3.4.3 Sélection des sociétés comparables à Etam Chine

Concernant Etam Chine, nous avons construit, selon des critères de sélection similaires, un échantillon de 6 sociétés chinoises opérant dans le secteur du prêt-à-porter et de la lingerie : *361 Degrees*, *Daphne International*, *I.T. Ltd*, *Giordano*, *Bosideng* et *China Dongxiang*.

Cet échantillon de sociétés reste néanmoins peu satisfaisant en termes de comparabilité avec Etam Chine : à l'exception de *Bosideng*, ces sociétés présentent toutes des perspectives de croissance bénéficiaire nettement supérieures à celles d'Etam Chine. L'utilisation des multiples observés sur l'échantillon conduirait donc à surestimer la valeur d'Etam Chine.

Au total, seul *Bosideng* semble présenter un profil de croissance bénéficiaire comparable à celui d'Etam Chine. L'utilisation des multiples d'EBIT 2010 et 2011 de cette société donne des estimations d'Etam Chine qui confortent le Prix de transaction *Modasia*.

3.3.4.4 Résultats de la méthode

Sur la base du multiple moyen 2011 de l'échantillon de 4 sociétés constitué pour l'évaluation d'Etam Europe, du Prix de Transaction *Modasia* pour Etam Chine et de la juste valeur du Parc immobilier, la valeur de la Société ressort à 34,3 € par action.

A titre d'information, l'utilisation du multiple d'EBIT 2010 pour évaluer Etam Europe (ce qui reviendrait implicitement à pratiquer un abattement significatif sur les prévisions 2011 du plan d'affaires), déboucherait sur une valeur de la Société de 30,1 € par action.

3.3.5 Méthode des transactions comparables

3.3.5.1 Principe de la méthode

La méthode des transactions comparables repose sur les informations rendues publiques par l'acheteur ou le vendeur lors de l'opération. L'information fournie sur la société cible est généralement limitée et ne porte que sur des données historiques, si bien que les multiples habituellement utilisés par les évaluateurs s'appuient sur les données du dernier exercice clos.

En l'absence de transactions portant sur des entités comparables à Etam Chine, la méthode n'a été examinée qu'en vue de la seule évaluation d'Etam Europe. Pour les raisons évoquées plus haut à propos de la méthode des comparaisons boursières, nous privilégions les multiples d'EBIT.

Enfin, pour les raisons indiquées plus loin, les résultats de la méthode ne sont donnés qu'à titre d'information.

3.3.5.2 Constitution d'un échantillon de transactions récentes

Pour la constitution d'un échantillon de transactions comparables, deux approches peuvent être envisagées :

- la première consiste à construire un échantillon de transactions récentes, en considérant que celles-ci sont les plus à même de prendre en compte le contexte économique et l'environnement concurrentiel actuels de l'entité évaluée ;
- la seconde consiste à considérer un échantillon large de transactions intervenues sur une longue période, avec l'avantage de gommer les effets de cycle sur le niveau des multiples mais avec le risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Entre ces deux approches, la première est clairement la plus rigoureuse, mais elle se heurte souvent à la difficulté de constituer un échantillon de transactions à la fois comparables et récentes. Dans le contexte économique actuel (crise de 2008 puis sortie de crise fin 2009), il s'est avéré impossible de construire un échantillon répondant à ces deux exigences.

Par défaut, nous avons donc retenu la seconde approche en considérant les transactions intervenues dans le secteur au cours des six dernières années. Nous avons ainsi identifié 28 transactions intervenues depuis début 2004 et visant des sociétés de taille significative opérant dans le secteur du prêt-à-porter et de la lingerie en Europe.

3.3.5.3 Résultats de la méthode

Sur la base du multiple moyen historique de l'échantillon constitué pour l'évaluation d'Etam Europe, du Prix de Transaction *Modasia* pour Etam Chine et de la juste valeur du Parc immobilier, la valeur de la Société ressort à 36,8 € par action.

Nous estimons cependant que cette estimation est peu pertinente pour les deux raisons suivantes.

- Cette estimation repose exclusivement sur des multiples de résultats historiques et ne peut donc prendre en compte les différences éventuelles qui existent au sein de l'échantillon ou entre l'entité évaluée et les sociétés de l'échantillon dans les perspectives de croissance bénéficiaire en *stand-alone* ;
- Cette estimation intègre un contexte particulier qui n'a pas à être envisagé dans le cadre de la présente Opération. En effet, les transactions identifiées se situent quasi systématiquement dans une situation de transfert du contrôle de la société, si bien que les prix payés intègrent des primes de contrôle liées aux synergies attendues par l'acheteur. Dès lors que l'Opération envisagée par la Société n'implique aucun changement de contrôle, ni même aucun changement de stratégie majeur, il n'y a pas lieu d'intégrer une quelconque prime de contrôle dans la valeur de la Société.

Nous écartons donc les résultats issus de cette méthode.

3.4 Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre présentés par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné les éléments d'appréciation du Prix d'offre élaborés par *Rothschild & Cie Banque*, banque présentatrice de l'Offre. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

3.4.1 Démarche d'évaluation

En termes de méthodologie d'évaluation, la Banque a adopté une approche multicritères qui l'a finalement conduite à retenir trois références et trois méthodes d'évaluation, à savoir : les références représentées par l'actif net comptable, le cours de bourse, et le Prix de transaction *Modasia* (pour l'évaluation spécifique d'Etam Chine), les deux méthodes relevant de l'approche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) et une méthode relevant de l'approche intrinsèque (méthode DCF). La démarche d'évaluation est donc similaire à celle que nous avons conduite avec néanmoins deux différences.

La première est l'appréciation négative que nous portons sur la pertinence des estimations données par la méthode des transactions comparables pour les raisons exposées plus haut. La deuxième différence, autrement plus structurante sur le résultat des travaux d'évaluation, est la segmentation du portefeuille d'activités retenue pour les travaux d'évaluation. Comme on l'a vu plus haut, nous avons défini trois blocs distincts en évaluant séparément le Parc immobilier détenu par la Société en Europe, alors que la Banque n'a considéré que les deux blocs définis par les activités de la Société en Europe et en Chine. De ce fait, indépendamment des écarts affichés sur la ventilation de la valeur globale du portefeuille d'activités de la Société, les paramètres financiers (notamment coefficient bêta et donc taux d'actualisation, multiples) que nous avons estimés ou retenus pour l'évaluation d'Etam Europe ne sont pas directement comparables avec les paramètres utilisés par la Banque pour l'évaluation de l'activité de la Société en Europe.

Il existe par ailleurs des différences dans les modalités de mise en œuvre de la méthode DCF et de la méthode des comparaisons boursières. Les commentaires qui suivent en donnent un bref aperçu.

3.4.2 Méthode DCF

3.4.2.1 Configuration du modèle DCF

Comme dans nos propres travaux, les flux pris en compte par la Banque sur la période 2010-2013 sont ceux du plan d'affaires de la Société. Au terme de ce plan d'affaires, la Banque considère pour les deux activités évaluées une période additionnelle de trois ans intégrant des hypothèses spécifiques sur l'évolution

du volume d'activité et de la marge opérationnelle. Le calcul de la valeur terminale intervient donc en 2016, contre 2014 dans notre propre modélisation.

S'agissant du flux de trésorerie normatif utilisé dans ce calcul, la Banque retient pour les deux activités une modalité d'estimation fondée sur la détermination des différentes composantes de ce flux et notamment des investissements de maintien dont le montant est estimé sur la base du pourcentage historique de chiffre d'affaires. Rappelons que dans nos propres travaux, le flux normatif a été déterminé sur la base de la durée de vie et du coût de rénovation du concept de chaque enseigne en Europe et sur la base d'un taux de rentabilité normatif sur les capitaux engagés en Chine.

3.4.2.2 Taux d'actualisation

Comme indiqué plus haut, le taux d'actualisation que nous utilisons pour l'évaluation d'Etam Europe n'est pas directement comparable à celui utilisé par la Banque pour l'évaluation de l'activité de la Société en Europe. Par ailleurs, il existe d'autres différences méthodologiques qui portent sur les deux points suivants.

- Le premier concerne la définition même du taux d'actualisation applicable aux flux de trésorerie générés par l'entité évaluée : coût d'opportunité du capital (sans ajout de prime de risque spécifique) dans nos travaux, WACC traditionnel dans les travaux de la Banque.
- Le deuxième a trait à l'estimation des deux composantes de la prime de risque spécifique intégrée dans le taux d'actualisation, à savoir le coefficient bêta et la prime de risque moyenne anticipée sur le marché actions (ci-après « Prime de marché »). Sur ces deux paramètres, la Banque retient des montants différents pour l'Europe et la Chine en s'appuyant, d'une part sur la moyenne des coefficients bêta estimés par le cabinet *Barra* (Europe) et par *Bloomberg* (Chine) sur les actions de sociétés regroupées dans deux échantillons distincts, et d'autre part sur les Primes de marché prospectives estimées par *Bloomberg*, *Natixis* et *Jacques Chahine Finance* pour l'Europe et par *HSBC* et *Macquarie* pour la Chine. Pour notre part, nous avons estimé le coefficient bêta applicable à Etam Europe en désendettant les coefficients bêta estimés sur les actions de sociétés européennes comparables et retenu le même coefficient désendetté pour la Chine après avoir constaté la grande hétérogénéité des coefficients bêtas désendettés obtenus à partir d'un échantillon de sociétés comparables chinoises cotées à Hong Kong. S'agissant de la Prime de marché, considérant que l'évaluation effectuée s'inscrit dans le cadre usuel d'une diversification optimale de l'investisseur, nous avons retenu une estimation unique fondée sur les estimations de la prime de risque normative de long terme données par les recherches académiques récentes sur la question.

3.4.3 Méthodes des comparaisons boursières

A l'instar de la Banque, nous privilégions le multiple d'EBIT sur les autres ratios usuels (multiples de chiffre d'affaires, multiples d'EBITDA et PER). A la différence de la Banque, le choix ultime de l'échantillon de comparables et de l'année (ou des années) de référence pour le calcul des multiples d'EBIT résulte d'une comparaison entre le profil de croissance bénéficiaire attendu sur l'entité évaluée et les profils de croissance bénéficiaire anticipés sur un premier échantillon de comparables. Des écarts notables sur ce paramètre peuvent ainsi conduire à rejeter des sociétés qui présentent néanmoins de nombreuses similitudes en termes de taille, de portefeuille d'activités et d'implantations géographiques.

S'agissant d'Etam Europe, ce processus de sélection a débouché sur la constitution du même échantillon de sociétés que celui retenu par la Banque. Par ailleurs, alors que la Banque retient les multiples d'EBIT 2010 et 2011, la forte progression de l'EBIT attendue sur les exercices 2010 et 2011 nous a conduit à privilégier le multiple d'EBIT 2011.

S'agissant d'Etam Chine, les mêmes considérations sur les profils de croissance bénéficiaire ont réduit notre échantillon de comparables à un singleton, alors que la Banque considère le multiple moyen d'un échantillon de cinq sociétés que nous avons également intégrées dans notre échantillon initial.

3.4.4 Synthèse

Au total, la comparaison de nos propres estimations de la valeur intrinsèque de la Société avec celles obtenues par la Banque ne fait pas apparaître des écarts très significatifs, eu égard à la forte volatilité potentielle des résultats opérationnels futurs que nous avons soulignée plus haut. Ainsi, notre estimation centrale DCF de 34,4 € est en ligne avec la fourchette d'estimations 30,7 € - 35,2 € obtenue par la Banque. S'agissant des résultats de la méthode des comparaisons boursières, notre estimation de 34,3 € s'avère cependant supérieure à la fourchette d'estimations 25,7 € - 27,0 € obtenue par la Banque, sous l'effet de deux écarts méthodologiques qui vont dans le même sens : (i) l'évaluation séparée ou non du Parc immobilier, (ii) la prise en compte du seul multiple 2011 ou des multiples 2010 et 2011.

3.5 Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

Considérant que l'Offre s'adresse à tous les actionnaires minoritaires de la Société dans le strict respect d'un traitement égalitaire et que ces derniers sont libres d'y répondre favorablement ou non,

considérant en outre que le Prix d'offre de 35 € par action extériorise une prime significative sur le cours de bourse de la Société (19% sur le cours de clôture de 29,5 € le 13 avril 2010 et 35% sur le cours moyen de 25,9 € calculé sur les vingt derniers jours de bourse à compter de cette date),

considérant également, au vu des estimations de la valeur intrinsèque des titres de la Société issues de deux approches d'évaluation complémentaires, que ce prix de 35 € semble correctement intégrer la valeur des actifs et le potentiel de développement de la Société,

considérant enfin que, en cas de plein succès de l'Opération, l'augmentation du levier résultant des modalités de financement envisagées ont un impact limité sur le degré de flexibilité de la Société et le niveau de risque encouru par ses actionnaires,

nous estimons que le Prix d'Offre de 35 € est équitable pour l'ensemble des actionnaires minoritaires de la Société.

Paris, le 15 avril 2010

Pour *Accuracy*,

Bruno Husson

Henri Philippe

4 AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE

Le Conseil de surveillance a été réuni le 15 avril 2010 afin de statuer sur le lancement par ETAM Développement d'une offre publique de rachat d'actions sur ses propres titres (l'« Offre »), portant sur 2.857.142 actions ETAM Développement représentant 26,5% du capital.

Au cours de sa séance du 15 avril 2010, le Conseil de surveillance d'ETAM Développement a pris connaissance, du projet de note d'information relative à l'Offre, des travaux d'évaluation menés par la banque Rothschild & Cie Banque et du rapport du cabinet Accuracy représenté par Monsieur Bruno Husson, en qualité d'Expert indépendant chargé par la Société, en application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, de se prononcer sur le caractère équitable de l'Offre.

Le Conseil de surveillance a constaté que l'Offre constitue une opportunité offerte aux actionnaires qui le souhaitent de céder tout ou partie de leurs actions à un prix présentant les primes suivantes par rapport au cours récents : 18,6% par rapport au cours de clôture du 13 avril 2010 (veille de la suspension du cours), 35,3% par rapport au cours moyen (pondéré par les volumes) du dernier mois, 52,2% par rapport au cours moyen (pondéré par les volumes) des trois derniers mois et 71,9% par rapport au cours moyen (pondéré par les volumes) des six derniers mois.

Il a pris note que cette opération aura un effet relatif sur le bénéfice net par action pour les actionnaires qui n'apporteraient pas à l'Offre.

Le Conseil de surveillance a constaté également qu'aucun changement n'est attendu en matière d'emploi du fait de l'opération envisagée.

Le Conseil de surveillance a pris acte des engagements des membres du concert Milchior Tarica, qui détiennent 5.419.317 actions d'ETAM Développement, de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

Après en avoir délibéré, le Conseil de surveillance, prenant acte que les travaux de l'Expert indépendant concluent au caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre pour les actionnaires d'ETAM Développement, a considéré, à l'unanimité de tous ses membres présents ou représentés, qu'il est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés de mettre en œuvre l'Offre.

5 INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'ETAM Développement seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Ces informations qui feront l'objet d'un document d'information spécifique établi par la Société, seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'ETAM Développement (<http://www.etamdeveloppement.com>), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

- ETAM Développement, siège administratif, 57 rue Henri Barbusse, 92110 Clichy.

6 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

Pour la présentation de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, la Banque Rothschild & Cie Banque, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par ETAM Développement, et les éléments

d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

La banque Rothschild & Cie Banque

Pour la Société

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

Pierre MILCHIOR
Laurent MILCHIOR
Gérants