

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

présenté par

SCHAEFFER-DUFOUR

**en réponse au projet d'offre publique d'achat visant ses actions déposé par
la société H.G.D. Participations**

CETTE OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPOSE RESTENT SOUVIS A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (l' « AMF »)
--

Des exemplaires du présent projet de note d'information en réponse sont disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Schaeffer-Dufour (la « **Société** ») (www.schaeffer-dufour.fr) et peuvent être obtenus sans frais auprès de :

SCHAEFFER-DUFOUR
66, rue Jean-Baptiste Lebas
59910 Bondues

NEUFLIZE OBC CORPORATE FINANCE
3, avenue Hoche
75008 Paris

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

SOMMAIRE

1.	Contexte de l'Offre et rappel des principales conditions	3
1.1.	Motifs de l'Offre	3
1.1.1.	Contexte de l'Offre.....	3
1.1.2.	L'Initiateur	3
1.1.3.	Motifs de l'Offre	4
2.	Avis motivé du conseil d'administration.....	6
3.	Rapport de l'expert indépendant	7
4.	Clauses d'accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue	39
5.	Informations relatives à la Société	40
5.1.	Structure du capital	40
5.2.	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration.....	40
5.3.	Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions	40
5.3.1.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions	40
5.3.2.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote	40
5.3.3.	Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.....	40
5.4.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	40
5.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	40
5.6.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	41
5.7.	Les règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	41
5.7.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs	41
5.7.2.	Règles applicables aux modifications des statuts.....	41
5.8.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier l'émission ou le rachat d'actions	41
5.9.	Accords, contrats, protocoles entre la Société et les administrateurs	41
5.9.1.	Actions et autres valeurs mobilières détenues par les administrateurs	41
5.9.2.	Rémunération et avantages des administrateurs.....	42
5.10.	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	42
6.	Intentions des administrateurs.....	43
7.	Personne assumant la responsabilité de la note d'information en réponse.....	44

1. Contexte de l'Offre et rappel des principales conditions

En application du Titre III du Livre II, et, plus particulièrement, des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société H.G.D. Participations, société par actions simplifiée au capital social de 375.000 euros, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Roubaix-Tourcoing sous le numéro 380 734 129, dont le siège social est situé au 66, rue Jean Baptiste Lebas, 59910 Bondues (l'« **Initiateur** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à acquérir auprès des actionnaires de la société Schaeffer-Dufour, société anonyme au capital de 6.319.476 euros, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Roubaix-Tourcoing sous le numéro 945 450 716, dont le siège social est situé au 66, rue Jean Baptiste Lebas, 59910 Bondues, et dont les actions sont négociées sur Euronext Paris de NYSE Euronext (Compartiment C) sous le code ISIN FR0000064511, toutes les actions qui lui seront présentées dans le cadre de l'offre publique d'achat au prix de 24,00 euros par action (l'« **Offre** »).

1.1. Motifs de l'Offre

1.1.1. Contexte de l'Offre

Créée en 1912, la Société avait initialement pour objet l'exploitation d'établissements spécialisés dans le textile en France et en Afrique. La Société est issue d'une longue histoire industrielle, et a subi de nombreuses évolutions au fil du temps. Au fur et à mesure des mutations économiques, la Société s'est progressivement désengagée de ses activités dans la filière textile. Ce mouvement stratégique a été finalisé avec la cession de ses activités en Afrique du Sud en 2009. Rien ne subsiste aujourd'hui des activités historiques dans le secteur du textile. Schaeffer-Dufour est aujourd'hui une société sans objet industriel dont l'actif est essentiellement composé de titres de participation et de valeurs mobilières de placement.

L'actionnariat, essentiellement familial, est aujourd'hui dispersé entre les membres de quatre générations de la famille Dufour.

Pour renforcer la cohésion familiale de l'actionnariat de Schaeffer-Dufour, 16 membres de la famille Dufour ainsi que la société A. Salmon SAS (ensemble, les « **Apporteurs** ») ont souhaité reclasser leurs participations au sein de la société holding non cotée H.G.D. Participations, Initiateur de l'Offre. Parmi ces 17 Apporteurs, 6 font partie du conseil d'administration de la Société, composé de 7 membres, et les 11 autres représentent différentes branches de la famille Dufour.

1.1.2. L'Initiateur

A la date de la note d'information, l'Initiateur, société dont 99,96 % du capital et des droits de vote sont détenus par la société Techniphoto, elle-même contrôlée par Monsieur Vincent Dufour, président directeur général de la Société, détient directement, 80.461 actions Schaeffer-Dufour, représentant 9,7 % du capital et 5,4 % des droits de vote de la Société.

En outre, il est précisé que Monsieur Vincent Dufour détient, directement et indirectement par l'intermédiaire des sociétés Techniphoto et H.G.D. Participations qu'il contrôle, 230.505 actions Schaeffer-Dufour, représentant 27,81% du capital et 25,64% des droits de vote de la Société.

Au cours des 12 derniers mois, l'Initiateur a acquis 80.461 actions de la Société (dont 75 000 actions acquises le 7 juin 2010 auprès de Techniphoto). Les transactions sont présentées dans le tableau suivant :

Date	Nombre d'actions	Prix par action (€)	Montant de la transaction (€)	Total des actions détenues
07/06/10	75 000	18,00	1 350 000	75 000
02/11/10	2 164	18,45	39 926	77 164
08/11/10	900	18,00	16 200	78 064
09/11/10	836	18,00	15 048	78 900
10/11/10	500	18,00	9 000	79 400
15/11/10	419	18,00	7 542	79 819
17/11/10	46	18,00	828	79 865
20/12/10	418	18,50	7 733	80 283
20/01/11	178	18,50	3 293	80 461

1.1.3. Motifs de l'Offre

Les Apporteurs se sont engagés à apporter à l'Initiateur, sous forme d'un apport en nature rémunéré par l'émission à leur profit d'actions de l'Initiateur, un total de 229.192 actions de la Société qu'ils détiennent en pleine propriété (les « **Apports** ») sur la base d'une valorisation de 24,00 euros par action de la Société, dans les proportions suivantes :

Actionnaires	Actions	% du capital	Droits de vote	% des droits de	
				vote	Actions apportées
Vincent Dufour	2 250	0,27%	2 500	0,17%	2 250
A. Salmon SAS	42 499	5,13%	84 998	5,76%	42 499
Hubert Devaux	3 176	0,38%	6 352	0,43%	3 176
Gaston Dufour	14 469	1,75%	28 938	1,96%	14 469
Luc Dufour	5 960	0,72%	11 920	0,81%	5 668
François-Régis Motte	77 706	9,38%	138 648	9,39%	74 806
Administrateurs (I)	146 060	17,62%	273 356	18,52%	142 868
Régis Behagel	7 662	0,92%	7 738	0,52%	7 662
Anne Dufour	10 716	1,29%	21 432	1,45%	10 716
Francis Dufour	7 099	0,86%	8 198	0,56%	7 099
François Dufour	17 053	2,06%	34 106	2,31%	17 053
Hervé Dufour	1 530	0,18%	1 530	0,10%	1 530
Jacques-Yves Dufour	14 962	1,81%	29 924	2,03%	14 962
Jean-Luc Dufour	4 358	0,53%	8 716	0,59%	4 358
Patrice Dufour	18 629	2,25%	37 258	2,52%	18 629
Marie-Josèphe Leurent	1 788	0,22%	3 576	0,24%	1 788
Myriam Pollez	948	0,11%	1 896	0,13%	948
Bertrand Watine	1 579	0,19%	3 158	0,21%	1 579
Représentants de la famille Dufour (II)	86 324	10,42%	157 532	10,67%	86 324
Total Apporteurs (I) + (II)	232 384	28,04%	430 888	29,19%	229 192

L'Initiateur a déposé, à cet égard, une requête en vue de la nomination d'un commissaire aux apports auprès du tribunal de commerce de Roubaix-Tourcoing. Il est prévu que les opérations d'Apports soient réalisées au plus tard le 15 juillet 2011.

A la connaissance de l'Initiateur, à l'issue des opérations d'Apports, le capital et les droits de vote de la Société seront répartis ainsi qu'il suit, étant précisé que H.G.D. Participations, Messieurs Luc Dufour et François-Régis Motte (lesquels conserveront un reliquat d'actions de la Société) ainsi que Technphoto agiront de concert vis-à-vis de la Société :

Actionnaires	Actions	% du capital	Droits de vote	% des droits de vote
Vincent Dufour	0	0,00%	0	0,00%
A. Salmon SAS	0	0,00%	0	0,00%
Hubert Devaux	0	0,00%	0	0,00%
Gaston Dufour	0	0,00%	0	0,00%
Luc Dufour	292	0,04%	584	0,05%
François-Régis Motte	2 900	0,35%	5 800	0,45%
Techniphoto	147 794	17,83%	295 588	23,08%
Administrateurs (I)	150 986	18,22%	301 972	23,58%
H.G.D. Participations (II)	309 653	37,36%	309 653	24,18%
Total de concert (I) + (II)	460 639	55,58%	611 625	47,76%
Autres actionnaires	367 928	44,39%	669 127	52,24%
Autodétention	264	0,03%	0	0,00%
Total	828 831	100,00%	1 280 752	100,00%

Il est précisé que Messieurs Luc Dufour et François-Régis Motte n'ont pas l'intention d'apporter les actions qu'ils détiendront post Apports (respectivement 292 et 2 900 actions) à l'Offre.

Il n'existe aucun autre titre de capital ou instrument financier susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de votes de la Société.

Le dépôt de l'Offre s'inscrit dans le contexte des opérations d'Apports, étant précisé que l'Offre sera réalisée suivant la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur la totalité des actions Schaeffer-Dufour non détenues directement par l'Initiateur à l'exception (i) des actions faisant l'objet des engagements d'Apports susvisés et (ii) des 147.794 actions que la société Techniphoto s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre, soit un maximum de 371.384 actions, à 24,00 euros par actions dividende 2010 détaché.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la Banque Neuflyze OBC (« **Neuflyze OBC** »), agissant pour le compte de l'Initiateur en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 16 mai 2011 et garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2. Avis motivé du conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 6 juin 2011 et a rendu, à l'unanimité, plus de la moitié des membres étant présents, l'avis motivé suivant :

« Après en avoir délibéré et constaté que :

- (i) le prix de l'Offre, qui s'élève à 24 euros par action, correspond à la valorisation sur la base de laquelle les Apports seront réalisés ;*
- (ii) le prix de 24 euros par action représente une prime de 22,4% par rapport au cours de clôture de 19,60 euros du 13 mai 2011 (le dernier jour de bourse avant celui où le cours des actions de la Société a été suspendu) ;*
- (iii) le projet d'Offre offre une liquidité totale aux actionnaires de la Société que le marché ne leur offre pas ;*
- (iv) Monsieur Pascal de Rocquigny et Monsieur Pierre Béal, du cabinet Bellot Mullenbach & Associés, experts indépendants, ont procédé à la mise en œuvre d'une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société et, ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, ont conclu au caractère équitable, pour les actionnaires de la Société, du prix par action de 24 euros par action proposé par la société H.G.D. Participations ; et*
- (v) le projet d'Offre, qui s'inscrit dans le contexte des Apports, conforte le caractère familial de la gouvernance de la Société et est sans conséquence sur la situation du seul salarié de la Société,*

le conseil d'administration de la Société estime, à l'unanimité, que :

- (i) les conditions financières du projet d'Offre sont équitables pour les actionnaires, l'examen des évaluations réalisées par Neuflyze OBC, la banque présentatrice de l'offre et l'expert indépendant faisant apparaître que cette dernière assure aux actionnaires un juste prix au regard des principales méthodes de valorisation mises en œuvre dans lesdites évaluations ; et*
- (ii) le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.*

Le conseil décide par ailleurs que la Société apportera les 264 actions qu'elle détient à l'Offre. »

3. Rapport de l'expert indépendant

La Société a mandaté le 22 février 2011 le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, représenté par Monsieur Pascal de Rocquigny et Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF. Cette nomination a été entérinée par le conseil d'administration du 7 avril 2011. Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés a rendu dans ce cadre le rapport suivant :

ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

DANS LE CADRE DU PROJET

D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

VISANT LES ACTIONS DE

LA SOCIETE SCHAEFFER-DUFOUR

6 JUIN 2011

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

La société Schaeffer-Dufour (ci-après la Société ou Schaeffer-Dufour) est une société holding, essentiellement familiale, détenant directement et indirectement des titres de participations et des valeurs mobilières de placement, cotée au compartiment C d'Euronext Paris.

Afin de renforcer la cohésion familiale, certains de ses actionnaires, parmi lesquels son dirigeant, Monsieur Vincent Dufour, et les administrateurs (ci-après les Apporteurs), se sont engagés à apporter sous forme d'apport en nature à la société H.G.D. Participations (ci-après HGD ou l'Initiateur) contrôlée indirectement par Monsieur Vincent Dufour via la société Techniphoto, tout ou partie de leurs actions Schaeffer-Dufour, sur la base d'une valeur de 24,00 € par action de la Société.

A l'issue de l'apport qui doit être réalisé au plus tard le 15 juillet 2011, la situation actionnariale sera la suivante :

Actionnariat au 31 mars 2011	Ante opération				Opération d'apport		Post opération			
	Actions	% du capital	Droits de vote	% DDV	Actions apportées	Droits de vote	Actions	% du capital	Droits de vote	% DDV
Vincent Dufour	2 250	0,27%	2 500	0,17%	(2 250)	(2 500)				
Hubert Devaux	3 176	0,38%	6 352	0,43%	(3 176)	(6 352)				
Gaston-Josse Dufour	14 469	1,75%	28 938	1,96%	(14 469)	(28 938)				
A. Salmon	42 499	5,13%	84 998	5,76%	(42 499)	(84 998)				
François-Régis Motte (4)	77 706	9,38%	138 648	9,39%	(74 806)	(132 848)	2 900	0,35%	5 800	0,45%
Luc Dufour (4)	5 960	0,72%	11 920	0,81%	(5 668)	(11 336)	292	0,04%	584	0,05%
Techniphoto (1) (4)	147 794	17,83%	295 588	20,03%			147 794	17,83%	295 588	23,08%
HGD Participations (2) (4)	80 461	9,71%	80 461	5,45%	229 192	229 192	309 653	37,36%	309 653	24,18%
S/total administrateurs & initiateur	374 315	45,16%	649 405	44,00%	86 324	(37 780)	460 639	55,58%	611 625	47,76%
Autres membre de la famille Dufour et public (3)	454 252	54,81%	826 659	56,00%	(86 324)	(157 532)	367 928	44,39%	669 127	52,24%
Auto-détention	264	0,03%					264	0,03%		
Total	828 831	100,00%	1 476 064	100,00%			828 831	100,00%	1 280 752	100,00%

(1) Contrôlée par Vincent Dufour

(2) Initiateur, détenue à 100 % par Techniphoto avant apport

(3) Environ 180 membres

(4) Action de concert déclarée post apport

Dès lors, conformément à l'article 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'AMF), la société HGD serait tenue de déposer un projet d'offre visant la totalité du capital de la Société. Compte tenu du calendrier prévisionnel des opérations, l'Initiateur anticipe cette décision et, en application de l'article 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, s'engage irrévocablement à acquérir les actions Schaeffer-Dufour qui lui seront présentées dans le cadre d'une Offre Publique d'Achat (ci-après l'OPA ou l'Offre), au prix de 24,00 € par action, après distribution d'un dividende de 0,60 € par action, à l'exception de 229 192 actions faisant l'objet des engagements d'apports, et des 147 794 actions détenues par la société Techniphoto qui s'est engagée à ne pas les apporter à l'Offre. L'Offre vise donc 371 384 actions de Schaeffer-Dufour, y compris 264 actions autodétenues, soit 44,81 % du capital de la Société.

Selon l'information dont nous disposons, il n'est pas prévu que les actionnaires familiaux qui n'ont pas d'ores et déjà pris l'engagement d'apporter leur participation à HGD aient la possibilité de le faire dans les 12 mois suivant l'Offre.

L'Initiateur n'envisage ni le retrait des actions Schaeffer-Dufour de la cote ni une fusion de la Société.

Dans ce contexte, en application des dispositions de l'article 261-1 I 2° du règlement général de l'AMF, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (ci-après « BM&A ») a été mandaté le 22 février 2011 par le Président directeur général de la Société en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix par action proposé à l'occasion de l'OPA. Cette nomination a été entérinée par le conseil d'administration du 7 avril 2011.

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

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1. Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, ci-après BM&A, est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte 75 collaborateurs, dont 15 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million d'euros. Son siège social est situé 11, rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com, qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2010 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

2.2. Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
mai-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Intercall	Financière LR	Oddo Corporate Finance
juin-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Cofidur	EMS Finance	Crédit du Nord
juin-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Huis Clos	BG2P	Banque Palatine
sept-09	Rachat des CCI (1)	CRCAM Aquitaine	CRCAM Aquitaine	Oddo Corporate Finance
sept-09	Rachat des CCI (1)	CRCAM Centre Loire	CRCAM Centre Loire	Oddo Corporate Finance
nov-09	Augmentation de capital avec suppression du DPS	Risc Group	STS Group	HSBC
févr-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Compagnie Intern. André Trigano	Etoile Holding 2	BNP Paribas
juin-10	Augmentation de capital et OPA (actions, OCEANE)	Solving Efeso International	Partners in Action	Bryan Garnier
sept-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	LVL Médical Groupe	LVL Médical Groupe	Oddo Corporate Finance
mars-11	Offre publique d'Echange Simplifiée	CI Areva	CEA	Société Générale

(1) Opération non soumise aux dispositions du règlement général de l'AMF

2.3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la société Schaeffer-Dufour, de ses conseils et de ses actionnaires, dans une des situations de conflits d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006.

Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de nous avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission.

2.4. Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 40 000 €, hors taxes et débours.

2.5. Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Pascal de Rocquigny, associés signataires, d'un directeur de mission et d'un chef de mission spécialisés en évaluation financière. La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est déroulée du 22 février au 6 juin 2011, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.

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

- Monsieur Vincent Dufour, Président-directeur général de Schaeffer-Dufour ;
- Messieurs Geoffroy Catrice, François-Xavier de Gourcy et Madame Géraldine Grossiord, représentant Neuflyze OBC Corporate Finance, banque présentatrice et conseil de la Société, (ci-après Neuflyze OBC ou la Banque) ;
- Maître Charles Gavoty, avocat du cabinet Jones Day, conseil de Schaeffer-Dufour.

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

- présentation de l'opération envisagée et de son contexte ;
- description de l'activité de la Société et de ses actifs ;
- analyse des lignes de titres de participation et de valeurs mobilières de placement (ci-après les VMP) ;
- estimation du niveau de la décote de holding retenue.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- prendre connaissance de l'activité et de l'organisation de Schaeffer-Dufour ;
- analyser le contexte général de l'Offre ;
- analyser la structure des actifs de la Société ;
- mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- déterminer le niveau de décote de holding à retenir par référence à celles observées sur des sociétés holding comparables et celles retenues lors d'opérations publiques portant sur des sociétés holding ;
- déterminer la valeur par action de la Société par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Neuflize OBC, et réaliser un examen critique de ces travaux.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la direction financière de Schaeffer-Dufour et par Neuflize OBC. Il s'agit principalement :

- du projet de note d'information de la société HGD relative à la présente Offre et déposé auprès de l'AMF le 16 mai 2011 ;
- des rapports financiers annuels de la Société pour les exercices 2008, 2009 et 2010, comprenant les comptes annuels, les rapports de gestion et les rapports des commissaires aux comptes sur les comptes sociaux et consolidés ;
- du détail des comptes sociaux pour les exercices 2008, 2009 et 2010 des sociétés Schaeffer-Dufour, Salmon & Cie et Norgefi ;
- des comptes et des liasses fiscales 2010 des sociétés Nord'imprim, Typoform et Cap 5 dont les actions sont inscrites dans la catégorie des titres de participation dans les comptes de la Société ou de sa filiale, Salmon & Cie ;
- des plans d'affaires 2011-2015 des sociétés Nord'imprim, Typoform et Cap 5 ;
- de l'ensemble des éléments d'appréciation de la valeur disponibles relatifs aux autres lignes de participation et de VMP détenues par Schaeffer-Dufour, Salmon & Cie et Norgefi, i.e. les valeurs liquidatives des parts de fonds, les liasses de consolidation, les lettres d'information...
- des procès-verbaux du conseil d'administration depuis le 1^{er} janvier 2010 ;
- du rapport d'évaluation établi par Neuflize OBC en date du 12 mai 2011 ;
- le document de référence de Schaeffer-Dufour enregistré auprès de l'AMF le 26 mai 2011 sous le numéro R.11 – 031 ;
- d'une manière générale, de l'ensemble des informations et documents nécessaire à la réalisation de notre mission.

S'agissant des prévisions financières, que nous avons examinées avec les dirigeants de Schaeffer-Dufour et les représentants de la Banque, il nous a été affirmé qu'elles avaient été établies au mieux de leur connaissance et, qu'à la date d'émission de notre rapport, la direction de la Société et le management des sociétés concernées n'ont connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Nous avons par ailleurs utilisé la base de données financières Thomson Finance et les études de la société Xerfi. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblée pertinente.

En particulier, nous avons examiné les comptes et les notes d'information disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche d'un échantillon de sociétés holding comparables et de références de marché en vue de déterminer le niveau de la décote de holding à retenir.

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

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

3. PRESENTATION DE SCHAEFFER-DUFOUR

Schaeffer-Dufour est une société anonyme au capital de 6 319 476,23 € réparti en 823 831 actions sans valeur nominale, de même catégorie et entièrement libérées. Son siège social est situé à Bondues (59), 66, rue Jean-Baptiste Lebas. La société est cotée au compartiment C d'Euronext Paris (FR0000064511-SCDU). Le 5 mai 2011, dernier jour de cotation avant la suspension de cours le 16 mai 2011, sa capitalisation boursière s'établissait à 16,23 M€ sur la base d'un cours de clôture de 19,60 €. Au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2010, la Société présente un total de bilan consolidé de 43,5 M€, pour des capitaux propres part du groupe de 22,2 M€ et des intérêts minoritaires de 13,9 M€. Le résultat net consolidé de l'exercice 2010 ressort à 1,2 M€, dont 0,603 M€ pour la part du groupe, contre 1,55 M€, dont 859 K€ pour la part du groupe en 2009.

La Société, dirigée par Monsieur Vincent Dufour, Président-directeur général, est contrôlée par sa famille. L'actionnariat familial, constitué d'environ 180 personnes, est très dispersé ; il n'est, à notre connaissance, lié par aucun pacte ou accord d'actionnaires.

La Société n'emploie qu'une personne et n'a pas émis de titre ou d'instrument financier susceptible de donner accès au capital, immédiatement ou à terme.

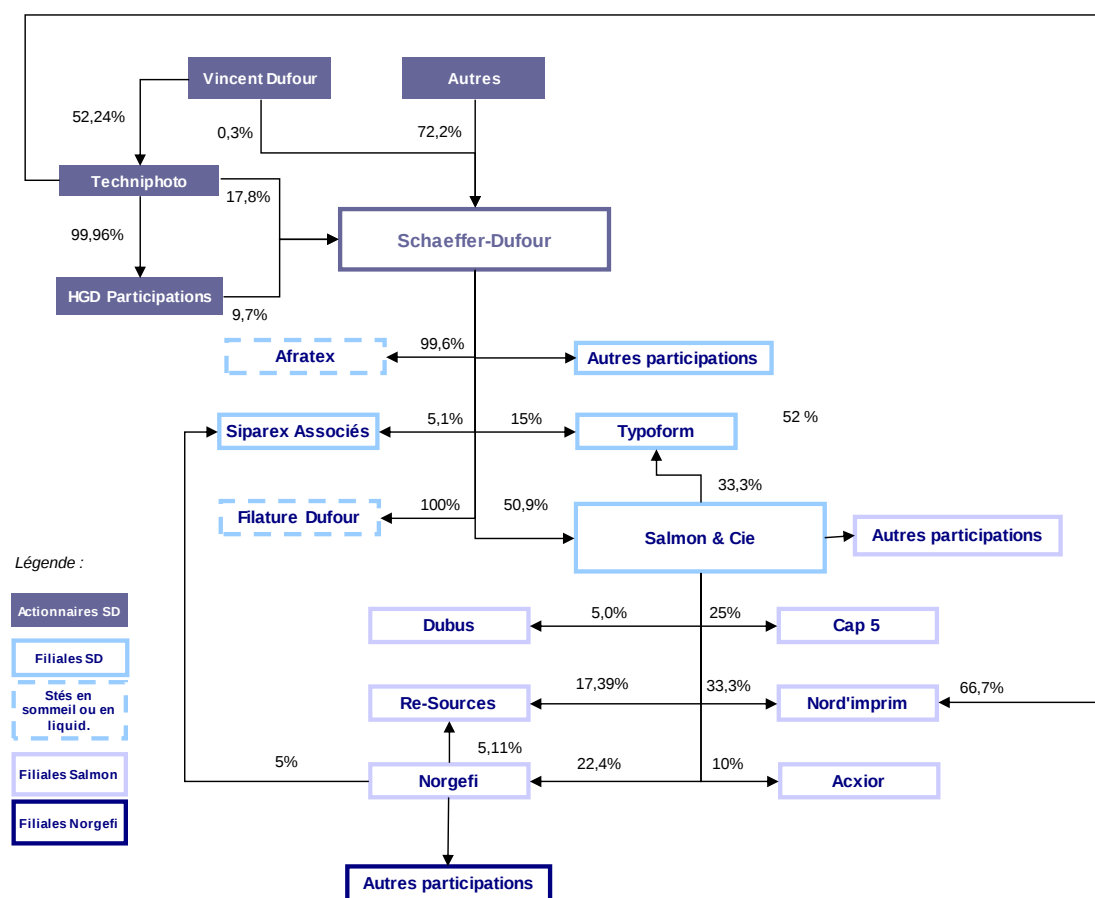
3.1. Activité de la société

Schaeffer-Dufour est issue de la fusion des sociétés HGD Dufour et des Etablissements Schaeffer et Cie intervenue en 1996. La Société était spécialisée dans le secteur du textile en France et en Afrique dont elle s'est progressivement désengagée. Elle est définitivement sortie de cette activité en 2009 avec la cession des derniers actifs sud-africains. Schaeffer-Dufour est désormais une société holding d'investissement, gérant un portefeuille de titres de participation et de valeurs mobilières de placement d'une valeur consolidée d'environ 43 M€.

La structure du groupe Schaeffer consolidé se révèle complexe dans la mesure où elle s'articule autour de deux sociétés sous-holdings :

- Salmon & Cie, dont 51 % du capital est détenu par Schaeffer-Dufour, le solde étant réparti entre divers actionnaires étrangers à la famille Dufour, qui constitue le principal actif de cette dernière. Salmon & Cie porte la majeure partie des participations dans les sociétés opérationnelles et des valeurs mobilières de placement détenues par le groupe Schaeffer-Dufour.
- Norgefi, dont 22,4 % du capital est détenu pas Salmon & Cie, le solde étant réparti entre divers actionnaires étrangers à la famille Dufour. Cette société porte la plupart des participations dans les fonds de *private equity* détenues par le groupe Schaeffer Dufour.

L'organigramme ci-dessous présente la structure du groupe Schaeffer-Dufour :



En termes consolidés, les activités du groupe, dans lesquelles ce dernier détient des participations essentiellement minoritaires, se répartissent de la manière suivante :

Le *private equity* :

Ce secteur d'investissement est un axe de développement futur de la Société qui représente à ce jour 18 % de ses actifs.

Il se compose notamment de participations dans les fonds Siparex (Siparex Midcap, Siparex Midmarket, Siparex Nord, Siparex Entrepreneurs...), ainsi que dans la société Siparex Associés, laquelle regroupe les principaux actionnaires et souscripteurs des fonds Siparex et est actionnaire de la société de gestion du groupe Siparex, Sigefi Private Equity. Schaeffer-Dufour investit également dans les activités connexes au *private equity*, telles que la société de gestion de fonds de *private equity* Re-Sources, ou dans des sociétés de conseil en M&A Acxior, toutes deux lancées par des entrepreneurs liés à la famille Dufour.

Les sociétés opérationnelles, industrielles et de services :

Ce type d'investissement représente environ 17 % du total des actifs de Schaeffer-Dufour.

La Société a investi dans le secteur de l'imprimerie, à travers les sociétés Typoform et Nord'imprim.

Les investissements dans ce secteur ont été renforcés en janvier 2011 par une prise de participation de 450 K€ dans la société Financière Impression Directe qui contrôle la société Impression Directe.

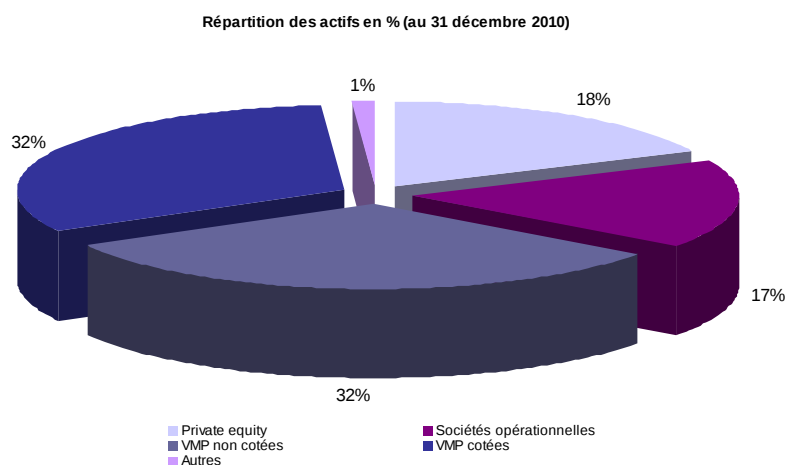
La Société détient également des participations dans le domaine des agences de voyages (Cap 5), du laser médical (Osyris) ou dans une société de bourse située à Lille (Dubus).

Les valeurs mobilières de placement :

Réparties de manière équivalente entre les actions cotées et non cotées, elles représentent la majeure partie du patrimoine de la Société avec plus de 64 % du total des actifs.

La part non cotée est constituée d'une seule ligne de participation représentant moins de 1,0 % de la Société de Négoce et de Participations, évaluée 14 M€ au 31 décembre 2010.

Le portefeuille de titres cotés est principalement constitué d'actions de *large cap* françaises et européennes, d'obligations, de SICAV et de FCP d'actions françaises et étrangères (UE et hors UE) et de SICAV monétaires.



3.2. Comptes clos au 31 décembre 2010

Compte tenu des travaux d'évaluation réalisés dans la partie 4 du présent rapport, nous présentons ci-après les bilans sociaux des sociétés du périmètre de Schaeffer-Dufour, avant réévaluation des participations et valeurs mobilières de placement.

3.2.1. Norgefi

Le bilan simplifié de Norgefi, société détenue à 22,4% par Salmon & Cie, se présente comme suit, en milliers d'€ :

(En K€)	31 décembre 2010		
	Valeur brute	Amortissements et provisions	Valeur nette
<i>Independance & Expansion</i>	68,5		68,5
<i>Titres Easdaq</i>	25,5	(25,5)	0,0
<i>Sigefi Nord Gestion SAS</i>	107,8		107,8
<i>Siparex Développement</i>	0,1		0,1
<i>Siparex Nord I</i>	1 074,9		1 074,9
<i>Siparex Nord I Parts B</i>	4,5		4,5
<i>Siparex Associés</i>	1 643,4		1 643,4
<i>SEP Norgefi I</i>	0,7		0,7
<i>FIP Nord Europe Parts B</i>	1,4	(1,4)	0,0
<i>FIP Nord Europe Parts A</i>	77,2	(38,5)	38,7
<i>Siparex Midcap I</i>	1 810,2		1 810,2
<i>Siparex Midmarket II</i>	1 000,0	(17,6)	982,4
<i>Siparex Midcap I Parts C</i>	13,4		13,4
<i>SEP Norgefi Midcap</i>	81,0		81,0
<i>Re-Sources SAS</i>	360,0	(82,8)	277,2
<i>Siparex Entrepreneurs I</i>	1 000,0	(25,9)	974,1
Titres de participation	7 268,6	(191,7)	7 076,9
Clients & comptes rattachés	42,6		42,6
Autres créances	93,6		93,6
Valeurs mobilières de placement	381,4		381,4
Disponibilités	463,8		463,8
Total Actif	8 250,1	(191,7)	8 058,4
Emprunts et dettes financières			(5,1)
Dettes fournisseurs			(13,8)
Dettes fiscales & sociales			(14,3)
Autres dettes			(1 985,6)
Total dettes			(2 018,7)
Capitaux propres			6 039,6

L'actif de la société est majoritairement composé de parts de fonds de *private equity*, notamment de fonds Siparex. Les autres dettes comptabilisées au passif sont principalement constituées du capital des parts de fonds Siparex non appelé et non encore libéré.

Hors produits financiers, les revenus, d'un montant d'environ 44 K€ en 2010, sont essentiellement composés des prestations de gérance facturées aux sociétés en participation. Les coûts d'exploitation, qui

s'élèvent à 76 K€ en 2010, sont constitués d'honoraires et de commissions liés aux activités d'investissement.

3.2.2. Salmon & Cie

Le bilan simplifié de Salmon & Cie, société détenue à 51 % par Schaeffer-Dufour, se présente comme suit, en milliers d'€ :

(En K€)	31 décembre 2010		
	Valeur brute	Amortissements et provisions	Valeur nette
<i>Dubus</i>	531,5	(167,5)	364,0
<i>Norgefi</i>	971,8		971,8
<i>Cap 5</i>	385,7		385,7
<i>Nord'imprim</i>	1 677,1		1 677,1
<i>Typoform</i>	2 024,0		2 024,0
<i>Re-Sources</i>	1 200,0	(240,0)	960,0
<i>Acxior</i>	240,0		240,0
Titres de participation	7 030,1	(407,5)	6 622,6
<i>Osyris</i>	480,0	(342,0)	138,0
<i>Siparex Nord</i>	89,6		89,6
<i>Siparex Midcap</i>	1 357,7		1 357,7
<i>Siprax Midmarket</i>	1 000,0	(24,4)	975,6
<i>Siparex Entrepreneurs</i>	600,0	(15,1)	584,9
Autres titres immobilisés			3 145,8
Autres créances	1 183,5	(1 066,5)	117,0
Valeurs mobilières de placement	7 336,1	(346,8)	6 989,3
Disponibilités	39,9		39,9
Total Actif	15 589,5	(1 820,8)	16 914,5
Emprunts et dettes financières			(188,5)
Dettes fournisseurs			(32,8)
Dettes fiscales & sociales			(77,9)
Autres dettes			(1 435,2)
Total dettes			(1 734,4)
Capitaux propres			15 180,1

Salmon & Cie porte la plupart des participations dans les sociétés opérationnelles du groupe. Elle détient également la majeure partie des valeurs mobilières de placement ainsi que quelques parts de fonds de *private equity*. Les autres créances, constituées essentiellement d'actifs résiduels des cessions des activités sud-africaines, sont quasi entièrement dépréciées.

Les dettes bancaires représentent le solde d'un emprunt de 300 K€ à l'origine, souscrit en janvier 2009. A l'instar de Norgefi, les autres dettes sont composées du capital des parts de fonds Siparex non appelé et non encore libéré.

La société n'encaisse aucun revenu d'exploitation. Ses charges d'exploitation, d'un montant total de 120 K€ en 2010, se composent essentiellement d'honoraires, de frais sur opérations de marché, de jetons de présence et des management fees facturés par Techniphoto.

3.2.3. Schaeffer-Dufour

Le bilan simplifié de Schaeffer-Dufour se présente comme suit, en milliers d'€ :

(En K€)	31 décembre 2010		
	Valeur brute	Amortissements et provisions	Valeur nette
Immobilisations incorporelles	5,5	(5,5)	0,0
Immobilisations corporelles	8,1	(2,5)	5,5
<i>Typoform</i>	910,8		910,8
<i>Filature Dufour</i>	961,1	(961,1)	0,0
<i>Salmon & Cie</i>	2 657,2		2 657,2
<i>Afratex</i>	4 878,4	(3 321,7)	1 556,7
<i>Siparex Associés</i>	1 739,4		1 739,4
Titres de participation	11 146,9	(4 282,8)	6 864,1
Autres titres immobilisés	263,5	(66,2)	197,3
Prêts	68,7		68,7
Autres immobilisations financières	6,6		6,6
Clients & comptes rattachés	25,5	(6,7)	18,8
Autres créances	0,3		0,3
Valeurs mobilières de placement	2 915,3	(45,1)	2 870,2
Disponibilités	377,9		377,9
Total Actif	14 818,2	(4 409,0)	10 409,3
Dettes fiscales & sociales			(25,5)
Autres dettes			(262,5)
Total dettes			(288,0)
Capitaux propres			10 121,3

Schaeffer-Dufour détient la quasi-totalité du capital des sociétés Filature Dufour, en liquidation, et Afratex, société de droit suisse en sommeil dont le seul véritable actif se compose d'un portefeuille de valeurs mobilières de placement d'un montant de 2 MCHF. Cette dernière société détient également une créance de 1,6 MCHF entièrement dépréciée relative au solde du prix de vente du sous-groupe St-Helena (textile en Afrique du Sud) dont le paiement était conditionné au dépassement d'un certain niveau de résultat qui, selon le management de Schaeffer-Dufour, n'est pas atteint.

Schaeffer-Dufour possède également un terrain non constructible à Altkich (68) comptabilisé en immobilisations corporelles pour 5 K€ et ne recelant, selon le management, pas de plus-value latente significative.

Comme pour Norgefi et Salmon & Cie, les autres dettes sont composées du capital des parts de fonds Siparex non appelé et non encore libéré.

Les revenus d'exploitation sont négligeables (16 K€ en 2010), les charges d'exploitation, qui s'élèvent à environ 320 K€ en 2010, se composant principalement de charges externes pour 220 K€ (honoraires, loyers, management fees et commissions) et de salaires et charges sociales pour le seul salarié de la société (87 K€).

Il convient de noter que la Société dispose de déficits fiscaux d'un montant de 10,5 M€ en base, issus de la cession des activités sud-africaines en 2008. Aucun impôt différé actif n'est comptabilisé à ce titre dans les comptes consolidés de la Société.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

Conformément au règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre doit s'apprécier en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

Au cas présent, s'agissant de sociétés holding en cascade, l'analyse du prix d'offre a été menée à titre principal à travers la détermination de l'Actif Net Réévalué (ANR) des sociétés Schaeffer-Dufour, Salmon & Cie et Norgafi, pour lesquelles les actifs ont été réévalués selon une approche multicritères quand cela était possible et pertinent.

Compte tenu des caractéristiques du cours de bourse de l'action Schaeffer-Dufour, cette référence a été intégrée à l'analyse à titre secondaire.

Le nombre d'actions Schaeffer-Dufour retenu dans nos calculs est de 828 657, soit 828 831 actions moins 264 actions d'autocontrôle.

Nos calculs intègrent le versement d'un dividende de 497 K€, soit 0,60 € par action, payé préalablement à l'opération. Si le montant du dividende versé venait à être différent, il y aurait lieu de les ajuster à due concurrence.

4.1. Critères et méthodes écartés pour l'évaluation de l'action Schaeffer-Dufour

4.1.1. Actif net comptable social et consolidé

L'actif net comptable social est la différence entre le montant des actifs, comptabilisés à leur valeur historique, et l'endettement total. Nous écartons ce critère d'évaluation dans la mesure où il ne rend pas compte des plus et moins-values latentes que les participations et les VMP de la Société sont susceptibles de recéler.

L'actif net comptable consolidé de Schaeffer-Dufour tient compte des plus-values et moins-values latentes sur les actifs financiers non courants analysés comme disponibles à la vente. Sur le plan de l'analyse, cette référence nous paraît, d'une part, redondante dans son principe avec la mise œuvre de l'approche par l'ANR, et d'autre part, incomplète dans la mesure où certains actifs tels que les participations dans les sociétés opérationnelles ne sont réévalués que sur la base de leurs capitaux propres, du fait de leur mise en équivalence, et que les valeurs retenues pour les VMP sont les cours au 31 décembre 2010. Enfin, l'actif net comptable consolidé ne tient compte d'aucune décote de holding.

A titre d'information, l'actif net comptable consolidé, sur la base de 828 537 actions, ressort à 26,18 € par action au 31 décembre 2010, dividende distribué au titre de l'exercice 2010 déduit. Le prix de l'Offre extériorise ainsi une décote de 8,3 % par rapport à cette valeur.

4.1.2. Capitalisation et actualisation des dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour des sociétés poursuivant une politique de distribution régulière, ce qui est le cas de Schaeffer-Dufour, ou soumises à des contraintes réglementaires de distribution, et qui disposent d'une bonne visibilité sur leurs résultats, ce qui, compte tenu de l'activité ne semble pas avéré pour Schaeffer-Dufour.

En tout état de cause, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable du rendement des titres cotés exigé par les actionnaires minoritaires, qui serait établi à partir des dividendes escomptés. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une société holding apparaît moins se fonder sur les dividendes que sur la valeur réelles des actifs composant son patrimoine.

4.1.3. Méthodes des comparables boursiers et méthodes des transactions comparables

Ces deux méthodes analogiques n'ont pas été retenues dans la mesure où, ainsi qu'exposé ci-avant, la valeur d'une société holding dépend directement de celle des actifs sous-jacents qu'elle détient. Par nature, s'agissant de sociétés d'investissement diversifié comme Schaeffer-Dufour, la composition du patrimoine est unique. Par conséquent, on ne saurait trouver de sociétés cotées, ou de sociétés ayant fait l'objet de transaction sur leur capital, possédant une structure d'actif comparable.

4.1.4. Transactions sur le capital de Schaeffer-Dufour

A notre connaissance, une seule transaction récente et significative est intervenue hors marché le 10 juin 2010, portant sur un bloc de 75 000 actions Schaeffer-Dufour, échangé au prix de 18,00 € par action. Il s'agit en fait d'un reclassement de titres entre Techniphot et H.G.D. Participations, sociétés toutes deux contrôlées par Monsieur Vincent Dufour. Compte tenu de sa nature, cette transaction n'est pas retenue.

Nous ne retenons pas non plus la référence à l'opération d'apport connexe à la présente Offre et impliquant les administrateurs de Schaeffer-Dufour et certains actionnaires familiaux dans la mesure où les intérêts des Apporteurs sont identiques à ceux de l'Initiateur et où la valeur retenue pour l'apport découle du prix d'Offre.

4.2. Critères et méthodes retenus pour l'évaluation de l'action Schaeffer-Dufour

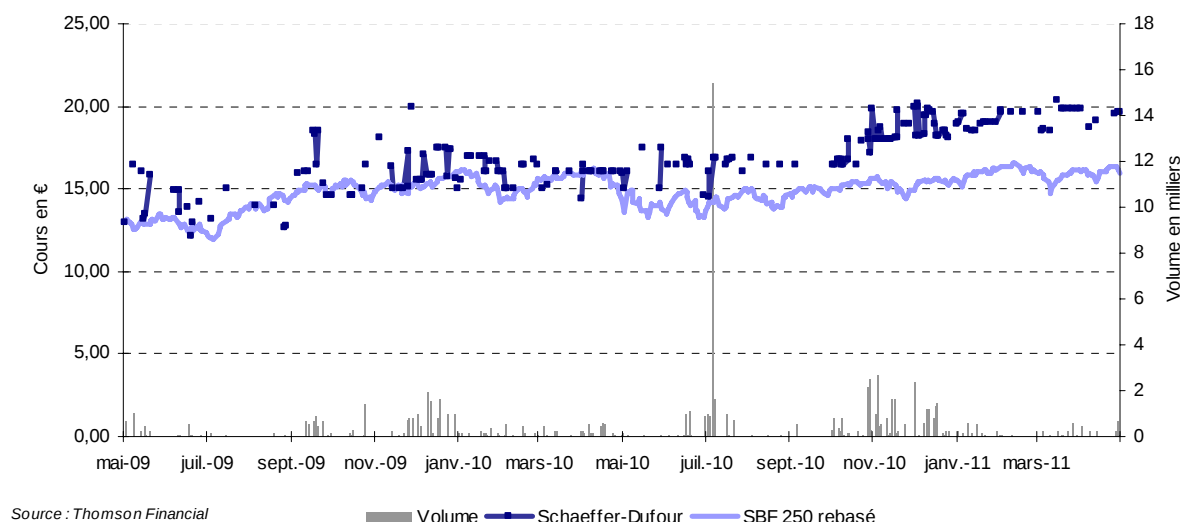
4.2.1. Cours de bourse de Schaeffer-Dufour

La cotation de la Société remonte à 1975 sous le nom des Etablissements Schaeffer & Cie, devenu Schaeffer-Dufour à la suite de la fusion par absorption de la société HGD Dufour par la société des Etablissements Schaeffer & Cie en 1996.

Aujourd'hui, les actions de la Société sont admises aux négociations au compartiment C d'Euronext Paris (FR0000064511-SCDU) et sont cotées au double fixing. L'action Schaeffer-Dufour n'est intégrée à aucun indice à l'exception du CAC All Shares. Par ailleurs, à notre connaissance, le titre ne fait l'objet d'aucun suivi par un bureau d'analyse.

L'analyse du cours de bourse de la Société est rendu complexe en raison de la cotation erratique du titre et de son importante volatilité. Néanmoins, nous constatons, qu'à l'instar des marchés, le cours du titre a décroché en juillet 2008 pour atteindre un point bas en juin 2009 à 12,10 €, avant de se redresser nettement à compter de septembre 2009. Le titre a poursuivi sa progression dans une fourchette de 16 à 19 € jusqu'en décembre 2010, puis il s'est stabilisé dans une zone comprise entre 18,50 € et 19,50 €, avec des volumes en baisse. L'évolution du cours et des volumes sur une période de 24 mois à compter du 7 mai 2009 est présentée ci-après :

Evolution prix et volume (2 ans)
7 mai 2009 - 5 mai 2011



Les différentes moyennes du cours de l'action, calculées au 5 mai 2011, ainsi que le cours de clôture à cette date et les volumes échangés sont reproduits dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	25,00	11,00	17,00	144 324	185	17,4%	39,3%	37,9%
24 mois	20,35	12,10	17,17	92 154	177	11,1%	25,1%	40,2%
12 mois	20,35	14,53	17,70	60 503	232	7,3%	16,5%	42,1%
6 mois	20,35	17,54	18,77	26 641	207	3,2%	7,2%	52,7%
3 mois	20,35	18,55	19,60	3 602	56	0,4%	1,0%	34,4%
20 jours de bourse	19,60	18,76	19,40	1 391	278	0,2%	0,4%	35,4%
Spot	19,60	19,60	19,60	93	93	0,0%	0,0%	

Il est patent que les volumes échangés sont très faibles et que ceci, renforcé par une cotation quotidienne erratique, commanderait de rejeter ce critère. Néanmoins, compte tenu de la nature de l'actionnariat, essentiellement familial, et d'une communication financière réduite (absence de publication de l'ANR), le cours de bourse constitue une référence de valorisation incontournable pour l'actionnaire minoritaire. A ce titre, nous retenons ce critère à titre d'information dans nos travaux.

Ainsi, le prix de l'Offre présente une prime comprise entre 22,40 % et 27,9 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes pour des durées comprises entre 20 jours de bourse et 6 mois, et de 26,30 % à 32,12 % par rapport au cours ex-dividende.

4.2.2. Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'ANR a été retenue à titre principal dans la mesure où il s'agit de l'approche qui nous semble la plus adaptée pour évaluer une holding d'investissement. La méthodologie adoptée a consisté dans un premier temps à réévaluer, quand cela était possible, les actifs de la holding Schaeffer-Dufour et des deux sous-holdings Salmon & Cie et Norgefi à leur valeur réelle en appliquant les méthodes les plus pertinentes au cas d'espèce. Dans un second temps, nous avons réévalué la valeur de la participation Norgefi dans les comptes de Salmon & Cie, puis celle de la participation Salmon & Cie dans les comptes de Schaeffer-Dufour.

4.2.2.1. Méthodologie par type d'actif

Les méthodes mises en œuvre sont les suivantes, en fonction de la nature des actifs :

- Les titres des sociétés opérationnelles Typoform, Nord'imprim et Cap 5, pour lesquelles un plan d'affaires a pu nous être communiqué, ont été évalués selon une approche multicritères développée au paragraphe 4.2.2.2. Les sociétés Typoform et Nord'imprim présentent la particularité d'être contrôlées par Techniphoto, société elle-même contrôlée par Monsieur Vincent Dufour.
- Les titres des autres sociétés opérationnelles ont été évalués sur la base de leur valeur comptable, faute d'information, prévisionnelle ou autre, les concernant. Il s'agit de :

Société	Participation de	% de dét.	Valeurs comptables		Valeur retenue	% intérêts groupe	Valeur groupe		Commentaires
			Valeur brute	VNC			VNC	Valeur réév.	
Filature Dufour	Schaeffer-Dufour	100,0%	961,1	0,0	0,0	100%	0,0	0,0	i)
Afratex	Schaeffer-Dufour	99,6%	4 878,4	1 556,7	1 556,7	100%	1 556,7	1 556,7	ii)
Siparex Associés	Schaeffer-Dufour	4,5%	1 739,4	1 739,4	1 739,4	100%	1 739,4	1 739,4	iii)
	Norgefi	4,5%	1 643,4	1 643,4	1 739,4	11,41%	187,5	198,4	
Dubus	Salmon & Cie	5,0%	531,5	364,0	364,0	50,90%	185,3	185,3	iv)
Re-Sources	Salmon & Cie	17,4%	1 200,0	960,0	960,0	50,90%	488,6	488,6	v)
	Norgefi	5,1%	360,0	277,2	277,2	11,41%	31,6	31,6	
Axcior	Salmon & Cie	10,0%	240,0	240,0	240,0	50,90%	122,2	122,2	vi)
Osyris	Salmon & Cie	4,8%	480,0	138,0	0,0	50,90%	70,2	0,0	vii)
Total							4 381,4	4 322,1	

Ces participations appellent de notre part les commentaires suivants :

- i) Filature Dufour est liquidée depuis 1996 mais la procédure n'est pas close.
- ii) Afratex, comme déjà précisé, est une société de droit suisse qui détenait une partie des actifs textiles sud-africains cédés à perte en 2008. A la clôture de son exercice le 31 décembre 2010, son actif se compose d'un portefeuille de valeurs mobilières de placement géré par un tiers, d'une valeur d'environ 2 MCHF, soit environ 1,5 M€, et d'une créance conditionnelle de 1,6 MCHF entièrement provisionnée liée à la cession des activités textiles, qui, selon le management, ne sera pas recouvrée en raison d'un niveau de résultat insuffisant.
- iii) Comme indiqué plus haut, Siparex Associés regroupe les principaux actionnaires et souscripteurs des fonds Siparex ; elle est au demeurant actionnaire de la société de gestion du groupe Siparex, Sigefi Private Equity. La valeur retenue pour cette participation chez Schaeffer-Dufour et Norgafi est cohérente avec la quote-part des capitaux propres au 30 décembre 2010.
- iv) Dubus est une société de bourse implantée à Lille. Nous disposons de très peu d'information sur cette société, hormis le fait qu'elle affiche une perte de 2,4 M€ en 2010 et qu'elle fait l'objet d'une enquête dans le cadre d'une affaire de la fraude à la TVA sur les quotas de CO². Monsieur Vincent Dufour a démissionné de son mandat d'administrateur.
- v) Re-Sources est une société de gestion investissant dans le *private equity* dont les titres ont été dépréciée sur la base de la quote-part des capitaux propres au 31 décembre 2010.
- vi) Axcior est une boutique de M&A créée en juin 2010.
- vii) Osyris est une société spécialisée dans la conception de lasers médicaux. La société est actuellement en prise avec des difficultés financières, ce qui justifie la dépréciation de la ligne de participation. Il convient de noter que la créance d'environ 110 K€ de Salmon & Cie sur Osyris n'a pas été dépréciée.

- Les parts de fonds de *private equity* (fonds Siparex) ont été évaluées sur la base de la dernière valeur liquidative publiée pour les participations les plus importantes. La valeur comptable a été retenue pour les autres. Les principales lignes sont détaillées dans le tableau ci-dessous :

Société	Participation de	Valeurs comptables		Valeur retenue	% intérêts groupe	Valeur groupe	
		Valeur brute	VNC			VNC	Valeur réév.
Siparex Nord	Salmon & Cie Norgefi	89,6	89,6	132,4	50,9%	45,6	67,4
		1 074,9	1 074,9	1 588,2	11,4%	122,6	181,2
Siparex Midcap	Salmon & Cie Norgefi	1 357,7	1 357,7	1 468,7	50,9%	691,0	747,5
		1 810,2	1 810,2	1 958,3	11,4%	206,5	223,4
Siprax Midmarket	Salmon & Cie Norgefi	1 000,0	975,6	982,4	50,9%	496,6	500,0
		1 000,0	982,4	982,4	11,4%	112,1	112,1
Siparex Entreprene	Salmon & Cie Norgefi	600,0	584,9	584,5	50,9%	297,7	297,5
		1 000,0	974,1	974,1	11,4%	111,1	111,1
Autres	Norgefi	380,2	314,8	314,8	11,4%	35,9	35,9
Total						2 119,0	2 276,0

- Les valeurs mobilières de placements ont été évaluées :
 - i) S'agissant de la participation dans la Société de Négoce et de Participations détenue par Salmon & Cie, non cotée, sur la base de la valeur par action déterminée à dire d'un collège de deux experts agréés auprès des tribunaux à chaque clôture et publiée le 13 mai 2011.
 - ii) S'agissant des participations dans des sociétés cotées détenues par Schaeffer-Dufour et Salmon & Cie, en fonction des informations disponibles en date du 4 mai 2011, sur la base :
 - a. concernant les SICAV monétaires, de la valeur liquidative du 3 mai 2011 ;
 - b. concernant les SICAV et FCP actions, la moyenne un mois des valeurs liquidatives ;
 - c. concernant les actions françaises et étrangères, la moyenne 3 mois des cours pondérée par les volumes ;
 - d. concernant les emprunts obligataires et assimilés, le cours au 31 mars 2011 communiqué par les banques dépositaires des titres.

Pour moins de 1 % de la valeur des portefeuilles de Schaeffer-Dufour et de Salmon & Cie, les valeurs du 31 décembre 2010 ont été reprises faute d'information récente sur ces titres. Les VMP de Norgefi, qui représentent 381 K€ au 31 décembre 2010, n'ont pas été réévaluées en raison de leur faible poids dans l'ensemble consolidé.

Les réévaluations de VMP sont présentées dans le tableau ci-dessous :

Société	Catégorie	Valeurs comptables		Valeur retenue	% intérêts groupe	Valeur groupe	
		Valeur brute	VNC			VNC	Valeur réév.
Schaeffer-Dufour	Coté	2 915,3	2 870,2	3 128,3	100,0%	2 870,2	3 128,3
Salmon & Cie	Coté	5 636,5	5 289,7	9 145,5	50,9%	2 692,2	4 654,7
	Non coté	1 699,6	1 699,6	16 787,2	50,9%	865,0	8 544,0
Norgefi	n/d	381,4	381,4	381,4	11,4%	43,5	43,5
Total						6 470,9	16 370,4

- Concernant Salmon & Cie et Norgefi, une fiscalité au taux d'IS de 33 1/3 % a été appliquée à l'intégralité de la plus-value latente s'agissant des VMP, et à 5 % de la plus-value latente s'agissant des titres de participation. Concernant Schaeffer-Dufour, seule la fiscalité relative aux titres de participation est prise sur 5 % de la plus-value latente dans la mesure où la Société dispose d'environ 10,5 M€ de reports déficitaires. En l'état actuel, ces derniers ne sont pas valorisés en l'absence de plus-value latente susceptible de les absorber. Seule la fusion par absorption de Salmon & Cie pourrait, en cas de cession du portefeuille, permettre leur consommation, ce qui n'est pas à l'ordre du jour à un horizon de 12 mois comme précisé dans le paragraphe de la note d'information traitant des intentions de l'Initiateur. Il faut par ailleurs relever que Schaeffer Dufour ne détient que 51 % du capital de Salmon & Cie et n'est donc pas en droit d'imposer une telle opération aux autres actionnaires de Salmon & Cie.
- Les autres actifs et passifs sont repris à la valeur comptable.
- Enfin, nous avons tenu compte pour Schaeffer-Dufour et pour chacune des sous-holdings de frais de structure en actualisant à l'infini les charges d'exploitation nettes de produits d'exploitation au taux de 9,72 %.

4.2.2.2. Evaluation des sociétés Typoform, Nord'imprim et Cap 5

L'évaluation des trois sociétés opérationnelles a été réalisée en appliquant la méthode du DCF et celle des comparables boursiers, sur la base des plans d'affaires 2011-2015.

De manière liminaire, concernant Typoform et Nord'imprim, il convient de noter que, depuis plusieurs années, le secteur de l'imprimerie connaît une baisse tendancielle des volumes et des prix sous l'effet de l'émergence de substituts aux imprimés, du développement de la concurrence (opérateurs étrangers et donneurs d'ordres intégrés) et d'un rapport de force défavorable entretenu avec les clients. A cela s'ajoute une surcapacité structurelle. Ces tendances se sont exacerbées au cours de la crise des années 2009 et 2010.

Pour répondre à ces enjeux, les imprimeurs ont combiné plusieurs réponses : la recherche d'économies afin de maintenir leurs marges, l'innovation via l'offre de nouveaux services (intégration vers le pré-

presse et le post-presse, offre de services complémentaires, démarche environnementale...) et la concentration.

Typoform

Typoform est une imprimerie de labeur située à Wissous (91) ; elle emploie une trentaine de salariés. Le chiffre d'affaires de l'exercice 2010 s'élève à 8,4 M€. L'activité de Typoform, a continué à se détériorer en 2010 de 2,4 % par rapport à 2009, année qui avait déjà connu un recul de 15 % par rapport à 2008. L'Ebitda de l'exercice 2010 ressort à 450 K€ contre 981 K€ en 2009.

Concernant les prévisions, nous avons retenu des hypothèses proches de celles présentées par le management en matière de croissance à long terme, soit 1,5 %. Toutefois, considérant que Typoform pourrait améliorer la gestion de ses achats et charges externes, nous avons retenu une hypothèse de taux d'Ebitda plus élevée que celle du management, soit 7,8 % contre 5,4 %. Le besoin en fonds de roulement est stabilisé sur la durée du plan à 23 % du chiffre d'affaires, conforme au niveau observé en 2010. Les investissements représentent 1,6 % du chiffre d'affaires. Enfin, la société dispose d'une trésorerie de 2,5 M€.

La mise en œuvre de la méthode des DCF, tenant compte d'un taux d'actualisation de 12,70 % qui nous a été communiqué par Associés en Finance, et d'un taux de croissance à l'infini de 1,5 %, conduit à valoriser la participation du groupe dans la société 1,592 M€, dans une fourchette de 1,6 à 1,8 M€ obtenue en effectuant une analyse de sensibilité sur une variation du taux d'actualisation de 1 % et un taux de croissance à l'infini compris entre 0,5 % et 1,5 %.

L'application de la méthode des comparables boursiers, pour laquelle nous avons utilisé un échantillon de quatre sociétés anglo-saxonnes, et retenu le multiple d'Ebitda, conduit à valoriser la participation du groupe dans la société dans une fourchette comprise entre 1,5 et 1,6 M€.

Nord'imprim

Nord'imprim est également une imprimerie de labeur située à Steenvoorde (59) ; elle emploie une cinquantaine de salariés. Le chiffre d'affaires de l'exercice 2010 s'élève à 10,2 M€ en croissance de 13,7 % par rapport à 2009, après une diminution de 18 % entre 2008 et 2009. Au contraire de Typoform, après le creux de 2009, Nord Imprim a partiellement recouvré son chiffre d'affaires et ses niveaux de marge. Le taux d'Ebitda est passé de 11,9 % en 2009 à 16,8 % en 2010. Ce renouveau s'appuie sur les démarches engagées en matière de certification environnementale. La société prévoit une amélioration progressive de ses indicateurs clés au cours des prochains exercices.

Nous n'avons pas ajusté les prévisions du management qui prévoient la poursuite de la hausse du taux d'Ebitda jusqu'à 20,5 % à l'horizon du plan combinée à une croissance annuelle moyenne de 1,5 %. Le besoin en fonds de roulement est stabilisé sur la durée du plan à 36 % du chiffre d'affaires, égal au niveau observé en 2010. La société anticipe des investissements importants au cours des exercices 2011 et 2012, pour un montant total de 2,5 M€. Le niveau d'investissement se stabilise ensuite dans une fourchette comprise entre 1 % et 2 % du chiffre d'affaires. Le flux normatif tient compte d'un ratio d'investissement moyen d'environ 5 % du chiffre d'affaires. Au 31 décembre 2010, la société dispose d'une trésorerie de 1 M€.

La mise en œuvre de la méthode DCF, tenant compte d'un taux d'actualisation de 11,30 % qui nous a été communiqué par Associés en Finance, et d'un taux de croissance à l'infini de 1,5 %, conduit à valoriser la participation du groupe dans la société 1,776 M€, dans une fourchette de 1,4 M€ à 2,0 M€ obtenue en effectuant une analyse de sensibilité sur une variation du taux d'actualisation de 1 % et un taux de croissance à l'infini compris entre 0,5 % et 1,5 %.

L'application de la méthode des comparables boursiers, pour laquelle nous avons utilisé un échantillon de quatre sociétés anglo-saxonnes, identique à celui de Typoform, et retenu le multiple d'Ebitda, conduit à valoriser la participation du groupe dans la société 1,75 M€.

Cap 5

Cap 5 est une société qui regroupe une vingtaine d'agences de voyage en France, situées principalement dans le Nord de la France. La société appartient au réseau Manor qui compte 60 membres et 400 agences. Son siège social est situé à Armentières (59).

Le chiffre d'affaires de l'exercice 2010 s'élève à 15,8 M€, en recul de 8 % par rapport à l'exercice 2009, pour un Ebitda de 1,2 M€, soit 7,8 % du chiffre d'affaires.

L'activité des agences de voyage est directement corrélée à celle du tourisme. De fait, après le coup d'arrêt de 2010, le secteur semble retrouver le chemin de la croissance. Toutefois, les acteurs Internet captent l'essentiel de celle-ci. Par ailleurs, les événements récents survenus au Maghreb rendent incertaine l'évolution du chiffre d'affaires de l'année 2011. Pour faire face à une concurrence croissante, les agences de voyage « classiques » répondent par une attention accrue portée à leur clientèle et au conseil. Par ailleurs, afin de bénéficier d'économies d'échelles, elles poursuivent leur concentration.

Le plan d'affaires du management prévoit une progression limitée du chiffre d'affaires de 1 % par an sur la durée du plan (1,5 % en 2011), et une érosion de la marge d'Ebitda, passant de 7,8 % en 2010 à 6,8 % en 2011, puis progressivement jusqu'à 5 % à l'horizon du plan. Pour notre part, face à l'incertitude de l'évolution du taux de marge à l'horizon du plan, nous avons retenu pour ce dernier une fourchette large comprise entre le taux de 5 % retenu par le management et celui de 7,8 % observé en 2010. L'activité d'agence de voyage présente la particularité de dégager un excédent de fonds de roulement estimé à environ 28 % du chiffre d'affaires. Le niveau d'investissement est fixé à 1 % du chiffre d'affaires.

Il convient de noter que la trésorerie de fin d'année ne tient pas compte des fortes variations saisonnières et comprend les acomptes client. Le management retient donc une trésorerie moyenne de l'année, estimée à 6,8 M€, ajustée du montant estimé de ces avances, soit 3 M€, conduisant à une trésorerie nette de 3,8 M€. Pour notre part, en l'absence de statistiques sur les niveaux mensuels de trésorerie, nous retenons la trésorerie de fin d'année, soit 9 M€ diminuée du montant des acomptes clients au 31 décembre 2010, soit 2,3 M€, conduisant à une trésorerie nette finale de 6,8 M€.

La mise en œuvre de la méthode DCF, tenant compte d'un taux d'actualisation de 12,60 % qui nous a été communiqué par Associés en Finance, et d'un taux de croissance à l'infini de 1 %, conduit à valoriser la participation du groupe dans la société 1,628 M€, dans une fourchette de 1,4 M€ à 1,8 M€ obtenue en effectuant une analyse de sensibilité sur une variation du taux d'actualisation de 1 % et du taux d'Ebitda

de la dernière année de l'horizon explicite dans une fourchette de 5 % à 7,8 %, et en retenant un taux de croissance à l'infini compris entre 0,5 % et 1,5 %.

L'application de la méthode des comparables boursiers, pour laquelle nous avons utilisé un échantillon de cinq sociétés européennes actives dans le secteur du voyage, et retenu le multiple d'Ebitda, conduit à valoriser la participation du groupe dans la société 1,65 M€ dans une fourchette comprise entre 1,5 et 1,7 M€.

Synthèse

Le tableau ci-dessous présente la synthèse des valeurs retenues pour les sociétés Typoform, Nord'imprim et Cap 5, résultant de la moyenne entre les approches issues de la méthode DCF et de la méthode des comparables boursiers.

Société	Participation de	Valeurs comptables		Valeur groupe	
		Valeur brute	VNC	VNC	Valeur réév.
Typoform	Schaeffer-Dufour	910,8	910,8	910,8	747,4
	Salmon & Cie	2 024,0	2 024,0	1 030,1	845,3
Nord'imprim	Salmon & Cie	1 677,1	1 677,1	853,6	1 776,8
Cap 5	Salmon & Cie	385,7	385,7	196,3	1 628,1
Total				2 990,8	4 997,6

4.2.2.3. Synthèse de l'ANR

Nos travaux conduisent à réévaluer les sous-holdings et Schaeffer-Dufour comme suit :

Norgefi

Norgefi en K€	VNC au 31-déc.-10	Valeur réévaluée		
		Brute	Fiscalité	Nette
Siparex Associés	1 643,4	1 739,4	(1,6)	1 737,8
Re-Sources	277,2	277,2	0,0	277,2
Siparex Nord	1 074,9	1 588,2	(8,6)	1 579,6
Siparex Midcap	1 810,2	1 958,3	(2,5)	1 955,9
Siprax Midmarket	982,4	982,4	0,0	982,4
Siparex Entrepreneurs	974,1	974,1	0,0	974,1
Autres	314,8	314,8	0,0	314,8
VMP	381,4	381,4	0,0	381,4
Participations réévaluées	7 458,3	8 215,7	(12,6)	8 203,1
Autres actifs	600,0	600,0		600,0
Autres passifs	(2 018,7)	(2 018,7)		(2 018,7)
Coûts de structure				(223,5)
Total général	6 039,6	6 797,0	(12,6)	6 560,9
Quote-part détenue par Salmon & Cie				22,41%
Valeur des titres Norgefi dans Salmon & Cie				1 470,5

Au total, Norgefi est réévaluée de 8,6 % après application de la fiscalité et prise en compte des coûts de structure.

Salmon & Cie

Salmon & Cie en K€	VNC au 31-déc.-10	Valeur réévaluée		
		Brute	Fiscalité	Nette
Dubus	364,0	364,0	0,0	364,0
Re-Sources	960,0	960,0	0,0	960,0
Axcior	240,0	240,0	0,0	240,0
Osyris	138,0	0,0	0,0	0,0
Siparex Nord	89,6	132,4	(0,7)	131,6
Siparex Midcap	1 357,7	1 468,7	(1,9)	1 466,9
Siprax Midmarket	975,6	982,4	(0,1)	982,2
Siparex Entrepreneurs	584,9	584,5	0,0	584,5
Typoform	2 024,0	1 660,9	0,0	1 660,9
Nord'imprim	1 677,1	3 491,1	(30,2)	3 460,8
Cap 5	385,7	3 198,8	(46,9)	3 151,9
VMP cotées	5 289,7	9 145,5	(1 169,7)	7 975,8
VMP non cotée	1 699,6	16 787,2	(5 029,2)	11 758,0
Norgefi	971,8	1 470,5	(8,3)	1 462,2
Participations réévaluées	16 757,7	40 485,9	(6 287,0)	34 198,9
Autres actifs	156,9	156,9		156,9
Autres passifs	(1 734,4)	(1 734,4)		(1 734,4)
Coûts de structure				(820,2)
Total général	15 180,1	38 908,3	(6 287,0)	31 801,2
Quote-part détenue par Schaeffer-Dufour				50,90%
Valeur des titres Salmon & Cie dans Schaeffer				16 185,5

Au total, Salmon & Cie est réévaluée de 109,5 % après application de la fiscalité et prise en compte des coûts de structure.

Schaeffer-Dufour

Schaeffer-Dufour en K€	VNC au 31-déc.-10	Valeur réévaluée		
		Brute	Fiscalité	Nette
Filature Dufour	0,0	0,0	0,0	0,0
Afratex	1 556,7	1 556,7	0,0	1 556,7
Siparex Associés	1 739,4	1 739,4	0,0	1 739,4
VMP cotées	2 870,2	3 128,3	0,0	3 128,3
Typoform	910,8	747,4	0,0	747,4
Salmon & Cie	2 657,2	16 185,5	(225,5)	15 960,0
Participations réévaluées	9 734,2	23 357,2	(225,5)	23 131,7
Autres actifs	675,0	675,0		675,0
Autres passifs	(288,0)	(288,0)		(288,0)
Coûts de structure				(3 166,3)
Total général	10 121,3	23 744,3	(225,5)	20 352,5

Au total, Schaeffer-Dufour est réévaluée de 101,1 % après application de la fiscalité et prise en compte des coûts de structure.

En synthèse, après déduction du dividende de 0,60 € à verser par action, la valeur par action de Schaeffer-Dufour ressort à 23,96 €, comme présenté dans le tableau ci-dessous :

Actif net réévalué	K€	€/action (1)
Valeur des capitaux propres	23 518,8	28,38 €
Coûts de structure Schaeffer-Dufour	(3 166,3) -	3,82 €
Dividende distribué au titre de l'exercice 2010	(497,1) -	0,60 €
Valeur de l'actif net réévalué	19 855,4	23,96 €

(1) sur la base de 828 567 actions

Par rapport à la valeur par action calculée par la méthode de l'ANR, le prix d'Offre présente une prime non significative de 0,15 %

Nous avons testé la sensibilité de la valeur de l'action à la prise en compte ou non de la fiscalité sur les VMP de Salmon & Cie et des coûts de structure. Il vient les valeurs suivantes :

En € par action		Fiscalité s/ VMP	
		non	oui
Coûts de structure	non	32,05 €	28,31 €
	oui	27,71 €	23,96 €

Prime (+) / décote (-) s/ le prix d'offre		Fiscalité s/ VMP	
		non	oui
Coûts de structure	non	-25,1%	-15,2%
	oui	-13,4%	0,2%

4.2.2.4. A propos de la décote

La cotation des sociétés holding cotées marque pour la quasi-totalité d'entre elle une décote par rapport à la valeur de leur Actif Net Réévalué par action. Selon les conclusions du groupe de travail de la SFEV – Société Française des Evalueurs¹, même s'il était évoqué à l'époque, courant 2008, une réduction tendancielle de leur niveau, ces décotes trouvent leur fondement dans plusieurs facteurs explicatifs :

- « - l'opacité et une création de valeur disparate : les actifs des holdings, outre les participations stratégiques, sont constitués d'actifs divers dont la valeur d'utilité n'est pas toujours très facilement déterminable ou dont la rentabilité n'est souvent pas en rapport avec celle des participations stratégiques ;
- l'illiquidité : la liquidité des actions (possibilité de négocier leur cession sur les marchés dans des conditions normales) diminue au fur et à mesure que l'on « monte » dans l'organigramme des groupes en cascade ;
- le risque et le coût de la dette : la valeur de la dette placée dans les holdings est très différente de la

¹ Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières, SFEV, septembre 2008

même dette placée dans le sous-jacent du fait d'une surface d'actifs d'une valeur très inférieure et du risque attaché à une brutale et durable baisse des cours du sous-jacent ; à ce titre, il est intéressant de relever que dans les cas de groupes constitués d'une cascade de holdings, la dette financière se trouve généralement soumise au respect de « covenants » (ratios exigés par les banques prêteuses, au risque de la déchéance du terme des emprunts) de plus en plus exigeants au fur et à mesure que l'on monte dans l'organigramme du groupe ;

- *le nombre important d'actifs stratégiques, aucun n'étant réellement significatif au regard de l'actif net, voire parfois un « éparpillement » des actifs brouillant la compréhension ou la connaissance par les observateurs du contenu et de la réelle valeur de chacun d'entre eux ;*
- *la complexité de certaines structures actionnariales qui se caractérisent par des participations croisées ou par l'existence de holdings intermédiaires au rôle souvent peu explicite ;*
- *la faible rotation des actifs stratégiques : les actifs des sociétés holding (au moins les participations stratégiques) sont souvent caractérisés par une très faible rotation, voire une quasi absence de rotation ; ceci est surtout vrai dans les holdings familiaux ou apparentés et peut justifier de privilégier une valeur déterminée par le rendement, généralement faible en raison de l'utilisation du cash (essentiellement constitué des dividendes reçus des participations) au remboursement de la dette d'acquisition ;*
- *les frais de fonctionnement : les sociétés holding doivent se doter des moyens (humains et techniques) nécessaires à la réalisation de leur activité ; ces moyens, générateurs de coûts, viennent amoindrir le revenu net et, de fait, réduire la valeur ;*
- *les frottements fiscaux (double taxation, au sein du holding puis entre les mains de l'actionnaire, délai de remontée des dividendes...). »*

Ainsi, la décote de holding est une réalité des marchés et, en cas de cascade de holding, les cotations boursières sont généralement marquées par des décotes significatives à chaque étage de holding.

Concernant Schaeffer-Dufour, il est notamment possible de relever les facteurs suivants :

- une structure de holding d'investissement familial de petite taille ;
- la juxtaposition de sous-holdings ;
- le grand nombre et la diversité des actifs détenus ;
- des coûts de structure élevés au regard de la taille de la Société ;
- d'importants frottements fiscaux en raison du poids des participations non éligibles au régime mère/fille ;
- l'illiquidité de l'action.

Afin d'approcher le niveau de décote à retenir, nous avons dans un premier temps observé les décotes entre l'ANR et le cours de bourse de sociétés holdings considérées comme comparables à Schaeffer-Dufour, étant entendu que, d'une part, la taille des sociétés holding en question, et la structure et le niveau de diversification de leurs actifs peuvent différer significativement entre les différentes sociétés et

altérer ainsi la pertinence des comparaisons et que, d'autre part, le niveau de précision des modalités de calcul de l'ANR de ces sociétés est disparate.

Les décotes ainsi observées sur des sociétés holding cotées publiant un ANR sont les suivantes :

Société	Ticker	Date dernier ANR	ANR		Cours					Décote
			€/action	base	Cours spot	20 j.	3 mois	6 mois	Retenu	Cours spot
Altamir	LTA-FR	3-mai-11	12,17 €	31-mars-11	8,02 €	8,09 €	7,47 €	7,00 €	8,09 €	-33,5%
Turenne Capital	ALTUR-FR	9-mai-11	7,67 €	31-mars-11	4,30 €	4,28 €	4,28 €	4,15 €	4,30 €	-43,9%
OFI PE Capital (1)	OPEC-FR	4-févr.-11	14,85 €	31-déc.-10	9,22 €	9,21 €	8,97 €	8,93 €	9,21 €	-38,0%
Idi	IDIP-FR	13-mai-11	38,89 €	31-mars-11	28,50 €	25,87 €	25,26 €	24,39 €	28,50 €	-26,7%
Salvepar	SY-FR	16-mars-11	112,84 €	31-déc.-10	79,50 €	79,14 €	75,30 €	71,32 €	79,14 €	-29,9%
									Moyenne	-34,4%
									Médiane	-33,5%

(1) Annonce de l'opération avec Eurazeo le 26 avril 2011, en même temps que l'ANR au 31 mars 2011. Dernier cours avant suspension, le 21 avril 2011

Le niveau de décote s'inscrit dans une fourchette de 27 à 44 %, avec une moyenne de 34,4 % et une médiane de 33,5 %. Il convient de noter que les modalités de calcul peuvent différer d'une société à l'autre pour autant qu'elles soient exposées. A titre d'exemple, OFI précise dans son document de référence qu'une décote de 10 % à 45 % est appliquée éventuellement sur le sous-jacent ; Turenne indique appliquer une décote de 40 % sur les titres non cotés après évaluation par la méthode des comparables ; pour IDI, après 12 mois de détention, une approche multicritères est mise en œuvre : si la valeur obtenue est supérieure au prix de revient, une décote de 10 % à 30 % est appliquée, à laquelle s'ajoute éventuellement une décote d'illiquidité ; Altamir publie un ANR « net de dette d'impôt ».

Par ailleurs, nous avons analysé les opérations de marché concernant des sociétés holding. Nous avons identifié trois opérations susceptibles d'être comparées à l'Offre. Il s'agit de :

- l'OPRA-OPAS suivie d'une OPR-RO de Prodef en novembre 2010 ;
- l'OPAS de Lesaffre et Compagnie sur Fala en février 2011 ;
- l'OPRA de Electricité et Eaux de Madagascar (EEM) ;

Là encore, les situations sont diverses puisque les experts retiennent concernant Prodef et Fala :

- des coûts de structure pour Prodef et Fala ;
- une fiscalité latente sur les actifs immobiliers de Prodef ;
- une décote de holding de 35 % pour Fala ;

Concernant EEM, l'expert conclut que le prix offert fait ressortir une prime/décote comprise entre 1,1 % (prime) et -18,6 % (décote) pour les valeurs issues de la mise en œuvre de méthodes retenues à titre principal.

L'OPE d'Eurazeo sur OFI Private Equity Capital étant en cours au moment de nos travaux, nous n'avons pas eu accès au rapport de l'expert. Néanmoins, le prix d'offre, calculé par transparence avec le cours d'Eurazeo fait ressortir une décote de 31,9 % par rapport à l'ANR publié le 31 mars 2011.

Enfin, une étude de l'analyste Oddo Securities publiée le 9 mai 2011 mesurait la décote de holding sur une douzaine de sociétés, dont des groupes importants, à 25,6 %.

Il ressort de nos travaux une décote maximale implicite de 25,13 % en cas d'absence de prise en compte de la fiscalité sur les VMP de Salmon & Cie et de coûts de structure, niveau compatible avec les décotes évoquées ci-avant. Nous rappelons par ailleurs qu'aucune décote n'a été appliquée aux deux sous holdings Salmon & Cie et Norgefi.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, en scénario central, nous avons choisi de tenir compte des facteurs qui paraissent devoir s'imputer objectivement sur l'ANR de Schaeffer-Dufour : la fiscalité latente sur les valeurs mobilières de placement et les coûts de structure, et de ne pas appliquer de décote sur l'ANR ainsi obtenu eu égard à la disparité des pratiques de place, notamment concernant les sociétés holdings de petite taille.

In fine, l'Offre fait ressortir une prime de 0,15 % par rapport à la valeur par action de 23,96 € calculée en intégrant la fiscalité sur les VMP de Salmon & Cie et les coûts de structure.

5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE EVALUATRICE

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par Neuflyze OBC en sa qualité de banque présentatrice de l'Offre (ci-après la « Banque »).

La Banque a retenu à titre principal, comme nous-même, une valorisation par l'actif net réévalué, auquel elle a appliqué une décote de holding forfaitisée à 25%, alors que l'échantillon, constitué de GBL – Groupe Bruxelles Lambert, coté sur le Compartiment A d'Euronext Bruxelles, d'Altamir, cotée sur le Compartiment B d'Euronext Paris, de 3 valeurs cotées sur le Compartiment C d'Euronext Paris et d'une valeur cotée sur Alternext Paris, extériorise une décote moyenne de l'ordre de 35 % sur l'Actif Net Réévalué et de l'ordre de 33 % sur l'actif net consolidé.

Notre échantillon, qui exclut GBL du fait de la taille de ce holding et de la nature des actifs détenus, sans comparaison avec celle de Schaeffer-Dufour, conduit à la même conclusion.

La Banque a également retenu une évaluation par l'actif net consolidé décoté que nous avons pour notre part exclu, jugeant ce critère redondant au cas d'espèce.

La Banque a en outre retenu à titre indicatif :

- le cours de bourse,
- une évaluation par l'actualisation des dividendes.

Dans nos analyses, nous avons également retenu le cours de bourse à titre secondaire. La Banque a utilisé les extrema. Pour notre part, nous avons réalisé nos calculs sur les cours moyens pondérés des volumes, sans que nos conclusions diffèrent significativement de celles de la Banque.

Par contre, nous n'avons pas développé d'évaluation par l'actualisation des dividendes car, ainsi qu'exposé ci-avant (4.1. Critères et méthodes écartés pour l'évaluation de l'action Schaeffer-Dufour), il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable du rendement des titres cotés exigé par les actionnaires minoritaires qui serait établi à partir de dividendes escomptés. Ainsi, à défaut d'une politique de distribution régulière ou soumises à des contraintes réglementaires, le mode d'évaluation le plus pertinent pour déterminer la valeur d'une société holding apparaît moins se fonder sur les distributions de dividendes que sur la valeur réelle des actifs qui composent son patrimoine.

La Banque n'a pas jugé utile d'examiner les décotes observées lors d'opérations de marché portant sur des sociétés holding, considérant que « *Les opérations d'offre publiques récentes sur des sociétés de portefeuille (CNP, Fala, Initiative et Finance, IPO) étant initiées dans la perspective d'une procédure de retrait obligatoire, leur prix intègre une indemnité d'expropriation qui n'est pas applicable dans le cadre de la présente Offre. D'une manière plus générale, les prix des offres publiques obligatoires font ressortir des primes de contrôles qu'il ne convient pas d'appliquer à des opérations de reclassement de participations.* »

Nous avons, pour notre part, à titre de recoupement, examiné les décotes observées sur trois opérations récentes intéressant des sociétés holding comparables à Schaeffer-Dufour de manière à nous assurer qu'elles ne remettent pas en cause les observations réalisées sur les échantillons retenus.

En synthèse, les conclusions de la Banque ne diffèrent pas de manière significative de nos propres observations.

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Schaeffer-Dufour auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 24 € par action proposé dans le cadre de l'Offre par rapport à ces valeurs :

	Valeur en € par action ⁽¹⁾			Primes/(décotes)		
	Min.	Centrale ⁽²⁾	Max. ⁽²⁾	Min.	Centrale	Max.
Méthode retenues à titre principal						
Actif Net Réévalué sans décote	-	23,96 €	32,05 €	-	0,15%	-25,13%
Méthodes retenues à titre d'information						
Cours de bourse	18,17 €	18,58 €	19,00 €	32,12%	29,14%	26,30%
Actif net comptable		26,18 €			-8,34%	

⁽¹⁾ sur une base de 828 567 actions et après paiement d'un dividende de 0,60 € par action

⁽²⁾ ANR par action sans décote, après fiscalité des plus-values sur VMP et coûts de fonctionnement actualisés

⁽³⁾ ANR par action sans décote, sans fiscalité des plus-values sur VMP ni coûts de fonctionnement actualisés

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une méthodologie décrite en détail dans le corps du rapport. Schaeffer-Dufour étant une société holding, sa valorisation a été principalement opérée par détermination de son Actif Net Réévalué, la méthodologie mise en œuvre ayant consisté dans un premier temps à réévaluer à leur valeur réelle, quand cela était possible, les actifs de la holding Schaeffer-Dufour et ceux des deux sous-holdings Salmon & Cie et Norgefi en appliquant les méthodes les plus pertinentes au cas par cas. Dans un second temps, la valeur de la participation Norgefi dans les comptes de Salmon & Cie, puis celle de la participation Salmon & Cie dans les comptes de Schaeffer-Dufour ont été successivement réévaluées pour obtenir l'Actif Net Réévalué de Schaeffer Dufour.

Selon nos calculs, après déduction du dividende payé au titre de la distribution du bénéfice de l'exercice 2010, prise en compte de la fiscalité latente sur les valeurs mobilières de placement de Salmon & Cie et déduction des coûts de fonctionnement actualisés, l'Actif Net Réévalué de Schaeffer-Dufour s'établit à 23,96 €, soit une valeur quasi équivalente au prix de l'Offre, fixé à 24,0 €.

Ce prix marque une décote de l'ordre de 25 % par rapport à l'Actif Net Réévalué hors toute fiscalité des plus-values sur valeurs mobilières de placement et coûts de structure, niveau compatible avec les décotes observées sur les marchés, en toutes circonstances (cotations journalières et opérations de marché), étant précisé que les éléments justificatifs des décotes ne se limitent pas à la fiscalité, en l'espèce lourde pour les raisons évoquées dans le corps du rapport, et au coûts de fonctionnement des holdings, et qu'aucune décote n'a été appliquée aux holdings intermédiaires alors que les marchés les reconnaissent à chaque étage de holding lorsque celles-ci ont une véritable existence, ce qui est indiscutablement le cas notamment pour Salmon & Cie.

En conséquence, sur la base des éléments développés ci-avant, notre opinion est que le prix de 24 € par action Schaeffer-Dufour, proposé dans la présente Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Fait à Paris, le 6 juin 2011

Bellot Mullenbach & Associés

Pierre Béal

Pascal de Rocquigny

Associés

4. Clauses d'accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue

A l'exception des engagements d'Apports et de l'engagement de la société Techniphoto de ne pas apporter ses 147.794 actions de la Société à l'Offre décrits au paragraphe 1.1.3 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucune clause d'accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue. Il n'existe, en particulier, à sa connaissance, aucun engagement d'apport d'actions à l'Offre, en dehors des 264 actions auto-détenues qui seront apportées.

5. Informations relatives à la Société

5.1. Structure du capital

A la connaissance de la Société, le capital de la Société est réparti, en prenant en compte les Apports visés au paragraphe 1.1.3 ci-dessus, ainsi qu'il est indiqué dans ce même paragraphe.

Il n'existe pas d'autres valeurs mobilières ou droits donnant accès au capital de la Société que les actions visées.

5.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration

A l'exception des opérations d'Apports mentionnées au paragraphe 1.1.3 ci-dessus, aucune opération n'a été réalisée sur les actions de la Société par la Société elle-même ou, à la connaissance de la Société, par l'un quelconque de ses administrateurs et dirigeants depuis le 26 mai 2011, date d'enregistrement du document de référence de la Société.

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

5.3.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

Il n'existe pas de restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote ou aux transferts d'actions de la Société, autres que la privation légale des droits de vote des actions auto-détenues.

5.3.2. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

Aucun accord entre actionnaires de la Société pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote n'a été porté à la connaissance de la Société.

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

A l'exception des opérations d'Apports mentionnées au paragraphe 1.1.3 ci-dessus, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société.

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

Néant, sous réserve des droits de vote double prévus par les statuts.

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

Néant.

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

Néant.

5.7. Les règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

5.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Le conseil d'administration de la Société est composé d'au moins 5 personnes et de 12 au plus, nommées par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, pour un mandat d'une durée de 6 ans renouvelable. L'assemblée générale ordinaire des actionnaires peut révoquer tout membre du conseil d'administration à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

5.7.2. Règles applicables aux modifications des statuts

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société ne peut modifier les statuts de la Société que sur proposition du conseil d'administration et à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

5.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier l'émission ou le rachat d'actions

Le conseil d'administration détermine les orientations stratégiques de la Société et veille à leur mise en œuvre. Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil qui dépassent l'objet social. Le directeur général est nommé par le conseil d'administration et représente la Société à l'égard des tiers.

L'assemblée générale, ou le conseil d'administration sur délégation de l'assemblée générale, décide l'émission d'actions nouvelles.

La Société ne peut acquérir ses propres actions à titre onéreux qu'à la condition (i) que l'assemblée générale ait autorisé le conseil d'administration à ce faire, (ii) que les réserves disponibles soient au moins égales au prix d'acquisition et (iii) que les actions détenues par la Société ne représentent pas plus de 10 % de son capital émis.

5.9. Accords, contrats, protocoles entre la Société et les administrateurs

5.9.1. Actions et autres valeurs mobilières détenues par les administrateurs

Le nombre d'actions de la Société détenues par chaque administrateur de la Société (en ce compris son président-directeur général) est mentionné au paragraphe 1.1.3 ci-dessus.

5.9.2. Rémunération et avantages des administrateurs

Les jetons de présence, d'un montant total de 15 000 euros en 2009 et de 15 000 euros en 2010, sont la seule rémunération que la Société a versé à ses administrateurs (en ce compris son président directeur général). Aucun administrateur n'a de contrat de travail avec la Société.

Il est toutefois précisé que la société Techniphot, que contrôle Monsieur Vincent Dufour, président directeur général de la Société, facture des prestations de management, direction et assistance à la Société pour un montant annuel de 29 900 euros (hors taxes).

5.10. Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

6. Intentions des administrateurs

Les administrateurs de la Société autres que Messieurs Luc Dufour et François-Régis Motte et la société Techniphoto se sont engagés à transférer à l'Initiateur, sous forme d'un apport en nature rémunéré par l'émission à leur profit d'actions de l'Initiateur, la totalité de leurs actions de la Société ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 1.1.3 ci-dessus. Ils ne pourront donc apporter leurs actions de la Société à l'Offre.

Messieurs Luc Dufour et François-Régis Motte se sont engagés à transférer à l'Initiateur, sous forme d'un apport en nature rémunéré par l'émission à leur profit d'actions de l'Initiateur, l'essentiel de leurs actions de la Société ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 1.1.3 ci-dessus. Ils ont indiqué ne pas avoir l'intention d'apporter le reliquat de leur participation à l'Offre.

La société Techniphoto a indiqué ne pas avoir l'intention d'apporter sa participation à l'Offre.

7. Personne assumant la responsabilité de la note d'information en réponse

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

Monsieur Vincent Dufour, président directeur général