OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

INITIEE PAR LA SOCIETE

MODACIN FRANCE SAS

PRESENTEE PAR

SOCIETE GENERALE
Corporate & Investment Banking

NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIETES
MODACIN FRANCE SAS ET CAMAÏEU

Prix de l'Offre : 214,46 euros par action CAMAÏEU (coupon attaché),
soit **206,46 euros par action** CAMAÏEU **(après détachement du dividende) ***
Durée de l'Offre : 10 jours de négociation

*** la distribution d'un dividende de 8 euros par action est soumise à l'approbation de l'assemblée générale de Camaïeu convoquée le 8 juin 2011**

Avis important

A l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet de la présente note d'information, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions Camaïeu qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'offre à la société Modacin France SAS, moyennant une indemnité de 214,46 euros par action Camaïeu (coupon attaché), soit 206,46 euros par action (après détachement du dividende)*, nette de tous frais.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'***AMF***) a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 7 juin 2011, apposé le visa n° 11-203 en date du 7 juin 2011sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par la société Modacin France SAS conjointement avec la société Camaïeu et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La présente note d'information est disponible sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) et le site Internet de la société Camaïeu (www.camaieu.fr) et peut être obtenu sans frais auprès de :

MODACIN FRANCE SAS	**CAMAÏEU**	**SOCIÉTÉ GÉNÉRALE**
211 avenue Brame	211 avenue Brame	GLFI/GCM/SEG
59100 Roubaix	59100 Roubaix	75886 Paris Cedex 18

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, des sociétés Modacin France SAS et Camaïeu seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait. Ces informations qui feront l'objet de deux documents d'information spécifiques établis par Modacin France SAS et par Camaïeu seront mises à la disposition du public selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1. PRESENTATION DE L'OPERATION 4

1.1 CONTEXTE DE L'OFFRE 5
1.1.1 Historique de la participation de Modacin France dans Camaïeu / Présentation de l'opération 5
1.1.2 Déclarations de franchissements de seuils 6
1.1.3 Répartition actuelle du capital de Camaïeu 6
1.1.4 Motifs de l'Offre 7
1.2 INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES 12 PROCHAINS MOIS 7
1.2.1 Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière 7
1.2.2 Direction de la Société et organes sociaux 7
1.2.3 Perspective ou non d'une fusion 7
1.2.4 Orientations en matière d'emploi 7
1.2.5 Politique de distribution des dividendes 7

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE 8

2.1 TERMES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE 8
2.2 TITRES VISES PAR L'OFFRE ET LE RETRAIT OBLIGATOIRE 8
2.3 MODALITES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE 9
2.3.1 L'Offre 9
2.3.2 Le Retrait Obligatoire 10
2.4 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE 10
2.5 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE HORS DE FRANCE 11
2.6 REGIME FISCAL DE L'OFFRE 11
2.6.1 Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant les actions de la Société dans le cadre de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opération de bourse à titre habituel caractérisant une activité exercée à titre professionnel 11
2.6.2 Personnes morales résidentes en France soumises à l'impôt sur les sociétés 13
2.6.3 Actionnaires personnes physiques et morales non résidentes en France 14
2.6.4 Autres actionnaires 14
2.6.5 Titres qui feront l'objet du Retrait Obligatoire 14
2.7 MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE ET FRAIS LIES A L'OPERATION 14
2.7.1 Financement de l'Offre 14
2.7.2 Frais liés à l'opération 14
2.8 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE CAMAÏEU 14
Conformément aux dispositions statutaires, chacun des membres du conseil de surveillance de la Société détient une action de la Société. Ces actions ne seront pas apportées à l'Offre afin de respecter ces dispositions statutaires. 14
2.9 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE 15

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE 18

3.1 DONNEES FINANCIERES SERVANT DE BASE A L'EVALUATION 18
3.2 METHODES RETENUES 19
3.2.1 Référence aux cours de bourse 19
3.2.2 Transactions de référence sur le capital de Camaïeu 19
3.2.3 Méthode des multiples boursiers 20
3.2.4 Actualisation des flux de trésorerie disponibles 21
3.3 REFERENCE ET METHODES PRESENTEES A TITRE INDICATIF 24
3.3.1 Actualisation des dividendes 24
3.3.2 Cours cibles des analystes 24
3.3.3 Multiples de transactions comparables 24
3.4 REFERENCE ET METHODE ECARTEES 25
3.4.1 Actif net comptable 25
3.4.2 Actif net réévalué 25
3.5 SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT 26

4. RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE 27

5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE CAMAÏEU 43

6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE 44

6.1 POUR L'INITIATEUR MODACIN FRANCE 44
6.2 POUR LA SOCIETE VISEE CAMAÏEU 44
6.3 POUR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR DE L'OFFRE 44

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

En application des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, la société Modacin France SAS, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 211, avenue Brame, 59100 Roubaix, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Roubaix-Tourcoing sous le numéro 497 621 029 (l'***Initiateur*** ou ***Modacin France***), offre irrévocablement aux actionnaires de la société Camaïeu, société anonyme au capital de 24.240.816 euros, dont le siège social est situé 211, avenue Brame, 59100 Roubaix, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Roubaix-Tourcoing sous le numéro 330 345 927 (***Camaïeu*** ou la ***Société***), d'acquérir la totalité de leurs actions Camaïeu au prix de 214,46 euros par action (coupon attaché), soit 206,46 euros par action (après détachement du dividende)[1] dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'***Offre***) qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire (le ***Retrait Obligatoire***).

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Camaïeu qui n'auraient pas été apportées à l'Offre seront transférées au profit de l'Initiateur moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre, soit 214,46 euros par action (coupon attaché), soit 206,46 euros par action (après détachement du dividende)[1], nette de tous frais.

Les actions Camaïeu sont admises aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris sous le code ISIN FR0004008209 (compartiment B).

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

Modacin France est une société détenue à hauteur de 94,75 % par la société Modaven & Co SCA, société en commandite par actions de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 4, rue Albert Borschette, L-1246 Luxembourg, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 128.981 (***Modaven***) et à hauteur de 5,25% par la société Camapa S.àr.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 67, rue Ermesinde, L-1469 Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 128.406. Modaven est indirectement contrôlée, à travers la société Modacin Luxembourg S.àr.l, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 4, rue Albert Borschette, L-1246 Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 125.434 (***Modacin Lux***), par des fonds d'investissement conseillés et gérés par Cinven SA et Cinven Limited.

A la date du dépôt de l'Offre, Modacin France détient directement et indirectement, à travers (i) Modamax, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 211, avenue Brame, 59100 Roubaix, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Roubaix-Tourcoing sous le numéro 480 231 703, filiale à 100 % de la société Modacin France (***Modamax***) et (ii) La Licquière, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 211, avenue Brame, 59100 Roubaix, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Roubaix-Tourcoing sous le numéro 343 127 866, filiale à 99,99 % de Modamax (***La Licquière***), 5.872.608 actions Camaïeu, représentant 96,90% du capital et 98,08% des droits de vote de la Société.

Modacin France, qui détient avec Modamax et La Licquière plus de 95% du capital et des droits de vote de Camaïeu, est le seul initiateur de l'Offre suivie d'un Retrait Obligatoire, et souhaite dans ce cadre acquérir les actions Camaïeu non détenues par elle, Modamax et La Licquière.

L'Initiateur acquerra une quantité d'actions Camaïeu représentant environ 36,6 % des actions Camaïeu apportées à l'Offre ou transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire pour le compte de Modamax et rétrocédera ce nombre d'actions (soit 59.548 actions) à Modamax à l'issue de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

---

[1] La distribution d'un dividende de 8 euros par action sera soumise à l'approbation de l'assemblée générale de Camaïeu convoquée le 8 juin 2011.

1.1 CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1.1 Historique de la participation de Modacin France dans Camaïeu / Présentation de l'opération

Opération initiale d'acquisition d'un bloc de contrôle suivie d'une offre publique d'acquisition simplifiée

Modacin Lux, a signé le 22 mars 2007 avec les actionnaires de la société Modamax un contrat sous conditions suspensives portant sur l'acquisition par Modacin Lux de la totalité des actions composant le capital de Modamax ainsi que des bons de souscription d'actions Modamax et des obligations remboursables en actions Modamax détenus par le management de Modamax.

La société Modamax a pour seule activité la détention d'actions Camaïeu.

Le prix offert par Modacin Lux pour l'acquisition des actions Modamax a été établi sur la base d'un prix de 267 euros par action Camaïeu dividende attaché.

Par lettre en date du 4 mai 2007, Modacin France s'est substituée à Modacin Lux dans tous ses droits et obligations résultant du contrat d'acquisition précité.

L'acquisition par Modacin France des actions, des bons de souscription et des actions remboursables en actions Modamax émises par Modamax a été réalisée le 22 mai 2007.

Cette opération a permis à Modacin France d'acquérir indirectement le contrôle de Camaïeu à travers Modamax, cette dernière détenant au 22 mai 2007, directement et indirectement par l'intermédiaire de sa filiale La Licquière, un bloc de contrôle de 3.911.926 actions Camaïeu, représentant 64,55% du capital social et 72,34% des droits de vote de la Société.

A la suite de cette acquisition et conformément à la réglementation boursière applicable, Modamax a lancé une offre publique d'achat simplifiée visant l'intégralité des actions Camaïeu non encore détenues par Modamax directement ou indirectement. Le 3 juillet 2007, à l'issue de cette offre publique d'achat simplifiée, Modamax détenait directement et indirectement, 3.911.926 actions Camaïeu, représentant 64,55 % du capital social et 72,34 % des droits de vote de la Société.

Augmentation de la quote-part de capital détenue par Modamax dans la Société résultant de l'acquisition d'actions auprès de titulaires d'options d'achat d'actions Camaïeu ayant exercé lesdites options

Le 7 mars 2008, Modamax a acquis 135.977 actions Camaïeu qui étaient détenues par certains cadres dirigeants du groupe Camaïeu à la suite de l'exercice par ces derniers d'options d'achat d'actions Camaïeu qui leur avaient été consenties en 2004. Consécutivement à ces acquisitions, Modamax détenait, directement et indirectement par l'intermédiaire de La Licquière, 4.061.449 actions Camaïeu, représentant 67,02 % du capital social et 74,27 % des droits de vote de la Société.

Acquisition par Modacin France et par Modamax d'actions complémentaires leur permettant de détenir plus de 95 % du capital et des droits de vote de la Société

A la suite d'un accord conclu le 27 mars 2011 avec différents détenteurs d'intérêts sur le titre Camaïeu (le ***Protocole d'Investissement***), Modacin France SAS et Modamax, ont conclu le 28 mars 2011 une série d'acquisitions hors marché portant sur 1.811.058 actions Camaïeu, pour un prix de 214,46 euros par action. Ces opérations ont été définitivement réalisées le 29 mars 2011 (se référer au paragraphe 2.9.1. de la présente note pour plus de précisions sur les termes de cet accord).

Ces acquisitions ont porté la participation directe et indirecte de Modacin France SAS dans Camaïeu à 5.872.608 actions, représentant 96,90 % du capital et 98,08 % des droits de vote, sur la base d'un nombre total de 6.060.204 actions et 9.976.550 droits de vote de la Société calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur n'a procédé au cours des douze mois précédant l'Offre à aucune opération lui ayant permis ou lui permettant d'acquérir des titres de Camaïeu autre que celle décrite ci-dessus.

1.1.2 Déclarations de franchissements de seuils

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, les déclarations de franchissement de seuils suivantes ont été adressées à l'Autorité des marchés financiers à la suite de l'acquisition d'actions supplémentaires par Modacin France et Modamax en date du 28 mars 2011 :

- par lettre en date du 31 mars 2011, Modacin France a déclaré avoir franchi à la hausse, le 28 mars 2011, les seuils légaux de 90 % et 95 % du capital et des droits de vote de Camaïeu à la suite de l'acquisition hors marché d'un total de 1.811.058 actions Camaïeu (1.097.863 actions ayant été acquises par Modacin France SAS et 713.195 actions ayant été acquises par Modamax) auprès de Boussard & Gavaudan Fund plc, Deutsche Bank AG London Branch, Citigroup Global Markets Limited, Merrill Lynch International et Barclays Capital Securities Limited ;

- par lettre en date du 31 mars 2011, la société Citigroup Global Market Limited a déclaré avoir franchi en baisse, le 28 mars 2011, par suite d'une cession d'actions hors marché, le seuil de 5 % du capital de la Société et ne plus détenir aucune action Camaïeu ;

- par lettre en date du 31 mars 2011, la société Boussard & Gavaudan Asset Management L.P et la société Boussard & Gavaudan Gestion, agissant de concert, ont déclaré avoir franchi en baisse, le 28 mars 2011, les seuils de 5 % du capital et des droits de vote de Camaïeu et détenir de concert 4.043 actions Camaïeu représentant autant de droits de vote, soit 0,07 % du capital et 0,04 % des droits de vote de la Société ;

- par lettre en date du 21 avril 2011, la société Barclays Plc a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en baisse, le 28 mars 2011, par suite d'une cession d'actions hors marché, indirectement, par l'intermédiaire des sociétés Barclays Bank Plc et Barclays Capital Securities Ltd qu'elle contrôle, le seuil de 5 % du capital de la société Camaïeu et détenir indirectement 218 actions Camaïeu représentant autant de droits de vote, soit 0,004 % du capital et 0,002 % des droits de vote de la Société.

Ces déclarations ont fait l'objet d'avis publiés par l'AMF sous les numéros 211C0390, 211C0391, 211C0402 et 211C0513. Les déclarations de franchissement de seuils de Modacin France et de Modamax ont également été adressées à la Société le 31 mars 2011, conformément aux dispositions légales et statutaires.

1.1.3 Répartition actuelle du capital de Camaïeu

A la suite des opérations susvisées, Modacin France détient, à la date de la présente note d'information, directement et indirectement 5.872.608 actions de la Société représentant 9.784.514 droits de vote de la Société, soit 96,90 % du capital social et 98,08 % des droits de vote de Camaïeu sur la base d'un capital composé de 6.060.204 actions et 9.976.550 droits de vote de la Société calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

	Actions		**Droits de vote théoriques**	
	Nombre	**%**	**Nombre**	**%**
Modacin France	1.097.864	18,12%	1.097.846	11,00%
Modamax	3.062.080	50,53%	5.261.340	52,74%
La Licquière	1.712.664	28,26%	3.425.328	34,34%
Auto-détention	25.003	0,41%	25.003	0,25%
Public	162.593	2,68%	167.033	1.67%
Total	**6.060.204**	**100,00%**	**9.976.550 ***	**100,00%**

* Le nombre total de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote, conformément au calcul préconisé par l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Il est à noter que les actions bénéficiant d'un droit de vote double et qui seront apportées à l'Offre ou transférées à l'Initiateur ou à toute personne qui s'y substituerait en tout en partie dans le cadre du Retrait Obligatoire perdront ce droit de vote double dès leur transfert à l'Initiateur ou à toute personne qui s'y substituerait en tout en partie.

En outre, 22.802 options d'achat d'actions (les ***Options***), qui sont à ce jour affectées d'une indisponibilité juridique, ont été attribuées aux dirigeants et salariés du groupe Camaïeu.

A l'exception des actions et des Options visées ci-dessus, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de Camaïeu.

1.1.4 Motifs de l'Offre

Souhaitant acquérir le solde du capital de Camaïeu, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF la présente Offre qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire, les actionnaires minoritaires détenant à ce jour ensemble moins de 5 % du capital et des droits de vote de la Société. Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté Société Générale qui a procédé à une évaluation des actions Camaïeu dont une synthèse est reproduite ci-après. Par ailleurs, en application de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le Conseil de surveillance de Camaïeu a procédé à la désignation de Grant Thornton, représenté par Monsieur Jean-Pierre Colle, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le prix des actions Camaïeu faisant l'objet de l'Offre et du Retrait Obligatoire. Le rapport de l'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire, est intégralement reproduit au chapitre 4 de la présente note d'information.

1.2 INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES 12 PROCHAINS MOIS

1.2.1 Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière

L'Initiateur n'entend, à ce jour, modifier ni la stratégie, ni la politique industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des douze prochains mois. En particulier, l'Initiateur n'entend pas modifier l'objet social de la Société.

1.2.2 Direction de la Société et organes sociaux

Il est rappelé que Modacin France détient, à la date de la présente note d'information conjointe, directement et indirectement 96,90 % du capital social et 98,08 % des droits de vote de la Société.

Les actionnaires de Camaïeu sont convoqués en assemblée générale le 8 juin 2011 pour autoriser la nomination de deux nouveaux membres du conseil de surveillance de la Société ainsi que deux censeurs au sein de cet organe, conformément au texte des résolutions présentées à cette assemblée figurant dans l'avis de réunion publié au Bulletin d'annonces légales obligatoires en date du 4 mai 2011.

La composition des organes sociaux et de direction peut être appelée à évoluer à la suite du retrait de la cote résultant du Retrait Obligatoire, aucune décision n'ayant toutefois été prise à cet égard pour le moment.

1.2.3 Perspective ou non d'une fusion

L'Initiateur n'envisage pas, à ce stade, de proposer une opération de fusion avec Camaïeu mais se réserve la possibilité d'effectuer toute opération de rationalisation ou de simplification de la structure de détention de Camaïeu.

1.2.4 Orientations en matière d'emploi

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité opérationnelle et de développement de Camaïeu et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par Camaïeu en matière d'emploi. Les salariés de la Société continueront à bénéficier des mêmes statuts collectif et individuel.

1.2.5 Politique de distribution des dividendes

La politique de distribution des dividendes sera déterminée en fonction de la capacité distributrice de Camaïeu et de ses besoins de financement, étant précisé qu'il n'est pris à ce stade aucun engagement de la part de la Société ou de l'Initiateur tant sur le principe que sur la quotité d'éventuelles futures distributions.

Il est à noter que les actionnaires de Camaïeu sont convoqués en assemblée générale le 8 juin 2011 pour autoriser la distribution d'un dividende de 8 euros par action au titre de l'exercice social clos le 31 décembre 2010, conformément au texte des résolutions présentées à cette assemblée figurant dans l'avis de réunion publié au Bulletin d'annonces légales obligatoires en date du 4 mai 2011.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

2.1 TERMES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Société Générale, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 13 mai 2011 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions Camaïeu non détenues par l'Initiateur.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de Camaïeu à acquérir, au prix de 214,46 euros par action (coupon attaché), soit 206,46 euros par action (après détachement du dividende)[2], toutes les actions Camaïeu qui seront présentées à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Société Générale garantit, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

2.2 TITRES VISES PAR L'OFFRE ET LE RETRAIT OBLIGATOIRE

Il est rappelé qu'à la date de la présente note d'information, Modacin France détient directement et indirectement par l'intermédiaire de Modamax et de La Licquière 5.872.608 actions Camaïeu, représentant 96,90 % des actions et 98,08 % des droits de vote de Camaïeu, sur la base d'un nombre total de 6.060.204 actions formant le capital de la Société représentant 9.976.550 droits de vote calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte donc sur l'intégralité des actions Camaïeu émises et non encore détenues par l'Initiateur directement et indirectement, à l'exception des 25.003 actions d'autocontrôle détenues par la Société, soit à la date des présentes 162.593 actions de la Société représentant 2,68 % du capital social et 1,67 % des droits de vote de Camaïeu[3].

Les actions Camaïeu qui seront remises à la suite de l'exercice d'Options postérieurement à la clôture de l'Offre ne pourront pas être apportées à l'Offre.

S'agissant des Options qui ne peuvent pas être exercées avant la clôture de l'Offre (parce qu'elles sont affectées d'une indisponibilité juridique), l'Initiateur s'engage à acquérir les actions qui seraient remises consécutivement à l'exercice de ces Options au moyen d'un mécanisme de liquidité prenant la forme d'un contrat synallagmatique constituant un engagement réciproque et irrévocable d'échange à terme stipulant (i) une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au profit de l'attributaire concerné et (ii) une promesse de vente consentie par l'attributaire concerné au profit de l'Initiateur (le ***Contrat de Liquidité***) exerçables sous certaines conditions à compter de l'expiration de la période d'indisponibilité des Options.

L'acquisition de ces actions dans le cadre de chacune des promesses d'achat ou de vente selon le cas, se fera moyennant le paiement en espèces d'un prix par action déterminé sur la base d'une valeur d'entreprise correspondant à 7,1 fois l'EBITDA annuel de Camaïeu ressortant des derniers comptes annuels audités par les commissaires par comptes disponibles à la date d'exercice d'une promesse au titre du Contrat de Liquidité, étant précisé que le multiple de 7,1 fois l'EBITDA est celui extériorisé par le prix de l'offre, soit 214,46 euros par action, et correspond au multiple implicite d'EBITDA de Camaïeu ressortant des comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2010.

A l'exception des actions et des Options visées ci-dessus, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de Camaïeu.

---

2 La distribution d'un dividende de 8 euros par action est soumise à l'approbation de l'assemblée générale de Camaïeu convoquée le 8 juin 2011

3 Compte tenu de l'exercice de 702 Options depuis le dépôt du projet de note d'information conjointe en date du 13 mai 2011 auprès de l'Autorité des marchés financiers.

2.3 MODALITES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

2.3.1 L'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 13 mai 2011. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 13 mai 2011 sous le numéro 211C0673.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 III et 231-17 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux termes de l'Offre a été diffusé le 13 mai 2011 par l'Initiateur et Camaïeu, et a été publié sous forme d'avis financier dans le journal l'Agefi en date du 16 mai 2011. En outre, le projet de la note d'information a été tenu gratuitement à la disposition du public au siège des sociétés Camaïeu, Modacin France et auprès de Société Générale, et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Camaïeu (www.camaïeu.fr).

L'AMF a déclaré l'Offre conforme aux dispositions législatives et règlementaires qui lui sont applicables et a publié à cet effet une déclaration de conformité emportant visa de la présente note d'information conjointe.

La présente note d'information conjointe ainsi visée par l'AMF ainsi que les documents contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF et de la Société et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles sans frais au siège des sociétés Camaïeu, Modacin France et auprès de Société Générale. Un communiqué sera publié conjointement par l'Initiateur et Camaïeu, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, un avis d'ouverture de l'Offre sera publié par l'AMF. Un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment sa date de prise d'effet, sera publié par NYSE Euronext Paris.

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

Société Générale, agissant pour le compte de Modacin France s'engage irrévocablement à acquérir en bourse, par l'intermédiaire de la société de bourse SG Securities (Paris) SAS, au prix de 214,46 euros par action (coupon attaché), soit 206,46 euros par action (après détachement du dividende)[4] , toutes les actions Camaïeu qui seront présentées sur le marché pendant la durée de l'Offre.

Les actions Camaïeu détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les propriétaires d'actions inscrites en compte nominatif doivent demander, dans les plus brefs délais, au teneur du compte titres nominatif (CM-CIC Securities, c/o CM-CIC Titres, 3, allée de l'Étoile – 95014 Cergy Pontoise) l'inscription de leurs actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité. La conversion au porteur d'actions Camaïeu détenues sous la forme nominative depuis plus de quatre ans par un même actionnaire entraînera la perte des droits de vote double attachés à ces actions.

Les bénéficiaires d'Options désirant apporter à l'Offre les actions Camaïeu auxquelles ces Options donnent droit, et qui ne seraient pas frappées d'indisponibilité ou d'incessibilité en vertu des dispositions des plans d'Options, devront avoir exercé les Options suffisamment à l'avance pour pouvoir apporter les actions reçues au plus tard le dernier jour de l'Offre.

Les actionnaires de Camaïeu qui souhaiteront apporter leurs actions dans les conditions proposées dans le cadre de l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement…) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition, au plus tard le jour de clôture de l'Offre.

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

---

[4] La distribution d'un dividende de 8 euros par action est soumise à l'approbation de l'assemblée générale de Camaïeu convoquée le 8 juin 2011

Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de négociation après chaque exécution, les frais de courtage demeurant à la charge de l'actionnaire apportant ses titres à l'Offre. Le membre du marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est SG Securities (Paris) SAS.

2.3.2 Le Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, les actions Camaïeu qui n'auront pas été présentées à l'Offre seront transférées à Modacin France moyennant une indemnisation d'un montant identique au prix de l'Offre, soit 214,46 euros pour chaque action Camaïeu (coupon attaché), soit 206,46 euros par action (après détachement du dividende)[5], nette de tous frais. Les actions Camaïeu visées par la procédure de retrait obligatoire seront l'ensemble des actions Camaïeu qui n'auront pas été apportées à l'Offre à l'exception des actions détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, via Modacin France ou La Licquière, et par Camaïeu.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, le jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Société Générale, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés par Euroclear France, les établissements dépositaires teneurs de comptes créditeront les comptes des détenteurs des actions Camaïeu de l'indemnité leur revenant, nette de tout frais.

Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions Camaïeu dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par Société Générale pendant 10 ans à compter du jour de négociation suivant la clôture de l'Offre et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds pourront être réclamés à tout moment par leurs ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au profit de l'Etat.

Les actions Camaïeu seront radiées du compartiment B du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre, date à laquelle le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre.

2.4 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

13 mai 2011	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF
	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Camaïeu (www.camaieu.fr) du projet de note d'information conjointe
16 mai 2011	Publication d'un avis financier relatif aux termes de l'Offre
7 juin 2011	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe
8 juin 2011	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Camaïeu (www.camaieu.fr) (i) de la note d'information conjointe visée par l'AMF, et (ii) des documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières des sociétés Modacin France et Camaïeu
9 juin 2011	Publication d'un avis financier précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF ainsi que des documents « Autres Informations »
10 juin 2011	Ouverture de l'Offre
23 juin 2011	Clôture de l'Offre
24 juin 2011	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions Camaïeu de NYSE Euronext Paris

---

5 La distribution d'un dividende de 8 euros par action est soumise à l'approbation de l'assemblée générale de Camaïeu convoquée le 8 juin 2011

2.5 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE HORS DE FRANCE

L'Offre est faite exclusivement en France.

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

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

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

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

2.6 REGIME FISCAL DE L'OFFRE

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que le présent paragraphe 2.6 est un résumé du régime fiscal applicable. Cet exposé est fondé sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur. Ces informations ne constituant qu'un résumé du régime fiscal applicable donné à titre d'information générale et n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un actionnaire de Camaïeu, il est recommandé aux actionnaires de consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière.

Les non-résidents français doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence.

2.6.1 Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant les actions de la Société dans le cadre de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opération de bourse à titre habituel caractérisant une activité exercée à titre professionnel

(a) Régime de droit commun

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 A du Code général des impôts (***CGI***), les plus-values de cession d'actions Camaïeu réalisées par les personnes physiques susvisées lors du transfert de leurs actions Camaïeu dans le cadre de l'Offre, égales à la différence entre le prix offert et le prix ou la valeur d'acquisition des actions apportées à l'Offre, sont soumises, dès le premier euro, à l'impôt sur le revenu au taux proportionnel actuellement fixé à 19 % (article 200 A, 2° du CGI).

Le taux global d'imposition s'établit actuellement à 31,3 % en tenant compte :

(i) de l'impôt sur le revenu au taux proportionnel de 19 % ;

(ii) de la contribution sociale généralisée (***CSG***) au taux de 8,2 %;

(iii) de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (***CRDS***) au taux de 0,5 % ;

(iv) du prélèvement social de 2,2 %, de la contribution additionnelle au prélèvement social au taux de 1,1 %, et de la contribution additionnelle au prélèvement social, dont le taux est fixé à 0,3 %.

La CSG, la CRDS et le prélèvement social (ainsi que les contributions additionnelles au prélèvement social) ne sont pas déductibles de la base de l'impôt sur le revenu.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 11° du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des actions Camaïeu dans le cadre de l'Offre peuvent être imputées exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix années suivantes.

*(b) Actions Camaïeu détenues au sein d'un plan d'épargne en actions (**PEA**)*

Les actions Camaïeu constituent des actifs éligibles au PEA.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values nettes générés par les placements effectués dans le cadre du plan, à condition, notamment, que ces produits et plus-values soient remployés dans le PEA ; et

- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ce gain net reste soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles audit prélèvement social, aux taux en vigueur à la date de réalisation du gain.

Les moins-values réalisées sur des actions détenues dans le cadre d'un PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le cadre dudit PEA. Toutefois, (i) en cas de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année ou (ii) sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan (ou la valeur de rachat du contrat de capitalisation) est inférieure au montant des versements effectués sur ce PEA depuis sa date d'ouverture, les moins-values éventuellement constatées à cette occasion sont imputables sur les plus-values de cessions de valeurs mobilières visées à l'article 150-0 A du CGI et réalisées hors PEA au cours de la même année ou des dix années suivantes.

(c) Salariés et mandataires sociaux titulaires d'actions Camaïeu reçues lors de l'exercice d'Options

En application de l'article 163 bis C du CGI, les bénéficiaires d'options d'achat ou de souscription portant sur des actions attribuées conformément aux dispositions des articles L. 225-177 à L. 225-186 du Code de commerce ne peuvent bénéficier du régime de faveur qui leur est attaché, tant en matière fiscale que pour l'application des cotisations et prélèvements sociaux, que si les actions provenant de l'exercice de ces options sont conservées sous la forme nominative et ne sont pas cédées ni converties au porteur avant l'expiration d'un délai de quatre (4) ans (pour les options attribuées à compter du 27 avril 2000) ou de cinq (5) ans (pour les options attribuées avant cette date) à compter de l'attribution des options (sauf exceptions prévues à l'article 91 ter de l'annexe II au CGI).

Ainsi, en cas d'apport à l'Offre d'actions Camaïeu acquises dans le cadre d'un plan d'options de souscription ou d'achat d'actions après l'expiration du délai de quatre (4) ou cinq (5) ans visé ci-dessus, le gain d'acquisition (qui est égal à la différence entre (i) le premier cours coté de l'action Camaïeu au jour de l'exercice de l'option d'achat et (ii) le prix d'exercice de l'option, majoré le cas échéant de la fraction du rabais imposée à la date de levée de l'option dans la catégorie des traitements et salaires) est soumis, dans les conditions prévues à l'article 150-0 A du CGI, à l'impôt sur le revenu, aux prélèvements sociaux et, le cas échéant, à la contribution salariale prévue à l'article L. 137-14 du Code de la sécurité sociale (exigible lors de la cession d'actions résultant de l'exercice d'options consenties à compter du 16 octobre 2007) soit, pour les cessions effectuées en 2011, entre 30,3 % et 61,3 % selon la date d'attribution des options, le montant du gain réalisé et le délai de portage des actions cédées.

En revanche, en cas d'apport à l'Offre d'actions Camaïeu acquises dans le cadre d'un plan d'options de souscription ou d'achat d'actions avant l'expiration du délai de quatre (4) ou cinq (5) ans visé ci-dessus, le gain d'acquisition sera imposé dans la catégorie des traitements et salaires et soumis aux cotisations sociales (sauf survenance d'un cas de déblocage anticipé dans les conditions prévues à l'article 91 ter de l'Annexe II au CGI).

Par ailleurs, la plus-value de cession éventuellement réalisée au titre de l'apport des actions Camaïeu à l'Offre, égale à la différence entre, d'une part, le prix de cession, et d'autre part, le premier cours coté des actions Camaïeu au jour de l'exercice de l'option d'achat des actions Camaïeu, sera soumise au régime fiscal de droit commun des plus-values réalisées par des personnes physiques résidentes françaises décrit à la section 2.6.1.(a) de la présente note d'information.

(d) PEE

Les revenus des titres détenus dans un plan d'épargne entreprise (PEE) sont exonérés d'impôt sur le revenu s'ils sont remployés dans ce plan et astreints à la même période d'indisponibilité de cinq (5) ans que les titres auxquels ils se rattachent. Ils sont définitivement exonérés à l'expiration de la période d'indisponibilité correspondante. Les plus-values réalisées sont également exonérées d'impôt sur le revenu à la condition que ces titres revêtent la forme nominative et comportent la mention de leur origine.

Les avoirs détenus dans le cadre d'un PEE dont le participant a demandé la délivrance, soit en cas de déblocage anticipé dans les conditions prévues par les dispositions législatives ou réglementaires applicables, soit au-delà des périodes d'indisponibilité, demeurent soumis aux prélèvements sociaux (CSG, CRDS, prélèvement social de 2,2 % et contributions additionnelles de 0,3 % et 1,1 %).

Dans l'hypothèse où un FCPE investi en actions Camaïeu apporterait ces actions Camaïeu à l'Offre, dans le respect des dispositions législatives, réglementaires ou statutaires applicables, le régime fiscal et social applicable aux parts de FCPE ne sera en principe pas remis en cause si et dans la mesure où les avoirs détenus par les porteurs demeurent bloqués pendant le délai d'indisponibilité restant à courir, conformément à la Circulaire Interministérielle du 14 septembre 2005 relative à l'épargne salariale.

2.6.2 Personnes morales résidentes en France soumises à l'impôt sur les sociétés

(a) Régime de droit commun

Sous réserve des cas visés au paragraphe (b) ci-dessous, les plus-values réalisées et les moins-values subies lors de la cession dans le cadre de l'Offre des actions Camaïeu, égales à la différence entre le prix offert et le prix de revient fiscal des actions Camaïeu apportées à l'Offre, sont en principe inclues dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,33 % majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois (article 235 ter ZC du CGI). Sont toutefois exonérées de la contribution sociale les entreprises ayant réalisé au titre de l'exercice considéré un chiffre d'affaires hors taxes inférieur à 7.630.000 euros et dont le capital, entièrement libéré, a été détenu de manière continue, pour 75 % au moins, par des personnes physiques, ou par des sociétés répondant aux mêmes conditions de chiffre d'affaires, de libération et de détention du capital. En outre, pour ces mêmes entreprises, le taux de l'impôt sur les sociétés est fixé à 15 %, dans la limite de 38.120 euros de bénéfice imposable par période de douze mois.

(b) Régime spécial des plus-values à long terme

Aux termes de l'article 219 I-a quinquies du CGI, les plus-values nettes à long terme afférentes à des titres de participation au sens dudit article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés, moyennant la réintégration dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés d'une quote-part de frais et charges égale à 5 % du résultat net des plus-values de cession.

Pour l'application de l'article 219 I-a quinquies du CGI, constituent des titres de participation, notamment, les titres (autres que les titres de sociétés à prépondérance immobilière) qui (i) revêtent ce caractère sur le plan comptable et (ii) sous réserve d'être inscrites en comptabilité au compte des titres de participation ou à un sous-compte spécial du compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime des sociétés mères et filiales prévu aux articles 145 et 216 du CGI.

Les moins-values subies lors de la cession des actions de la Société et relevant du régime des plus et moins-values à long terme de l'article 219 I-a quinquies du CGI ne sont imputables que sur les plus-values à long terme de même nature réalisées au cours du même exercice fiscal. L'imputation sur les plus-values à long terme réduit la quote-part imposable de 5 % du résultat net susmentionnée.

2.6.3 Actionnaires personnes physiques et morales non résidentes en France

Sous réserve des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values de cession réalisées dans le cadre de l'Offre par les personnes physiques ou les personnes morales qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France, ne sont pas soumises à l'impôt en France, sous réserve que (i) ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement situé en France et (ii) que la personne cédante n'ait à aucun moment détenu, directement ou indirectement (et, s'agissant d'un cédant personne physique, seul ou avec son conjoint, leurs ascendants ou descendants), une participation représentant plus de 25 % dans les bénéfices sociaux de Camaïeu à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession (articles 244 bis B et 244 bis C du CGI).

Toute personne physique ou morale dont la résidence fiscale est située hors de France et qui détient des actions Camaïeu devra examiner sa situation fiscale personnelle dans son Etat de résidence avec son conseil fiscal habituel.

2.6.4 Autres actionnaires

Les actionnaires de Camaïeu participant à l'Offre soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables personnes physiques dont les opérations portant sur les valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, devront s'informer du régime fiscal s'appliquant à leur cas particulier auprès de leur conseil fiscal habituel.

2.6.5 Titres qui feront l'objet du Retrait Obligatoire

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

2.7 MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE ET FRAIS LIES A L'OPERATION

2.7.1 Financement de l'Offre

L'acquisition de la totalité des actions de Camaïeu susceptibles d'être apportées à l'Offre représenterait sur la base du prix de l'Offre de 214,46 euros par action (coupon attaché), soit 206,46 euros par action (après détachement du dividende)[6], un investissement d'un montant total maximum d'environ 34,9 millions d'euros, hors frais divers et commissions, étant précisé que la totalité des actions Camaïeu apportées à l'Offre ou transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire seront acquises par l'Initiateur (dont certaines pour le compte de Modamax).

L'achat de ces actions sera financé par les ressources propres de Modacin France et Modamax à hauteur de 7,3 millions d'euros et par utilisation de lignes de crédit à hauteur de 27,5 millions d'euros.

2.7.2 Frais liés à l'opération

Le montant global des frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire par l'Initiateur, y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ un million d'euros (hors taxes).

2.8 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE CAMAÏEU

Conformément aux dispositions statutaires, chacun des membres du conseil de surveillance de la Société détient une action de la Société. Ces actions ne seront pas apportées à l'Offre afin de respecter ces dispositions statutaires.

---

6 La distribution d'un dividende de 8 euros par action est soumise à l'approbation de l'assemblée générale de Camaïeu convoquée le 8 juin 2011

2.9 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

2.9.1 Protocole d'investissement en date du 27 mars 2011

Le Protocole d'Investissement (tel que ce terme est défini au paragraphe 1.1.1 ci-dessus) conclu entre notamment Modacin France, Modamax, Modaven & Co SCA, Ariane, Modaven S.àr.l, Modacin Luxembourg S.àr.l, Boussard & Gavaudan Fund PLC (***Boussard***), Citadel Equity Fund LP (***Citadel***), Polygon Recovery Fund LP (***Polygon***) décrit les modalités d'acquisition par Modacin France et Modamax des actions détenues par Boussard et certains établissements financiers avec lesquels Citadel et Polygon avaient conclu des contrats financiers dits « contracts for difference » ou « total return swaps » (ensemble les ***CFDs***) portant sur les actions de la société Camaïeu. Citadel et Polygon ne détenaient aucune action Camaïeu mais avaient une exposition économique théorique maximum portant respectivement sur 354.663 actions et 902.287 actions Camaïeu à la date de la conclusion de cet accord.

Aux termes du Protocole d'Investissement, il a été convenu que (i) Boussard céderait 554.108 actions qu'il détenait à Modacin France et à Modamax et (ii) Citadel et Polygon demanderaient chacun le débouclage des CFDs à leurs contreparties respectives, dans chaque cas pour un prix par action Camaïeu fixé à 214,46 euros. Les contreparties n'étant pas informées des modalités de l'opération, il existait un risque qu'une ou plusieurs contreparties ne détiennent pas la quantité d'actions Camaïeu objet des CFDs, ou bien détiennent cette quantité, mais ne soient pas en mesure de céder ces actions Camaïeu au moment de l'opération (ou ne souhaitent pas le faire). L'acquisition des actions par Modacin France et Modamax auprès de Boussard et des établissements financiers contreparties des CFDs était conditionnée au fait que Modacin France et Modamax soient en mesure d'acquérir au minimum 1.810.058 et au maximum 1.811.058 actions Camaïeu dans le cadre de cette opération, c'est-à-dire la totalité ou presque des actions détenues par Boussard et des actions sur lesquelles Citadel et Polygon avaient une exposition économique.

Le produit lié (i) pour Boussard à la cession des actions Camaïeu à Modacin France et à Modamax dans le cadre de cette opération et (ii) pour Citadel et Polygon au débouclage de leur exposition économique au titre de leurs CFDs respectifs dans le cadre de cette même opération a été totalement investi par Boussard, Citadel et Polygon pour acquérir :

- la quote-part de dette bancaire (directement ou via une sous-participation) souscrite par Modacin France et Modamax pour financer une partie de l'acquisition des 1.811.058 actions Camaïeu, les caractéristiques de cette dette bancaire ayant été calibrées sur la dette mise en place en 2007 pour l'acquisition du contrôle de Camaïeu par les fonds Cinven ;

- une quote-part d'instruments financiers existants émis par Modaven & Co SCA (actions alphabet, I PECs, 0% PECs) auprès des actionnaires de Modaven & Co SCA (à savoir Ariane et Modacin Luxembourg Sàrl), correspondant à la quote-part de fonds propres mis à la disposition de Modacin France par Modaven & Co SCA pour les besoins de l'opération. Boussard, Citadel et Polygon ont respectivement acquis 9,96 %, 6,37 % et 16,22 % des actions alphabet, des 0 % PECs et des I PECs émis par Modaven & Co SCA.

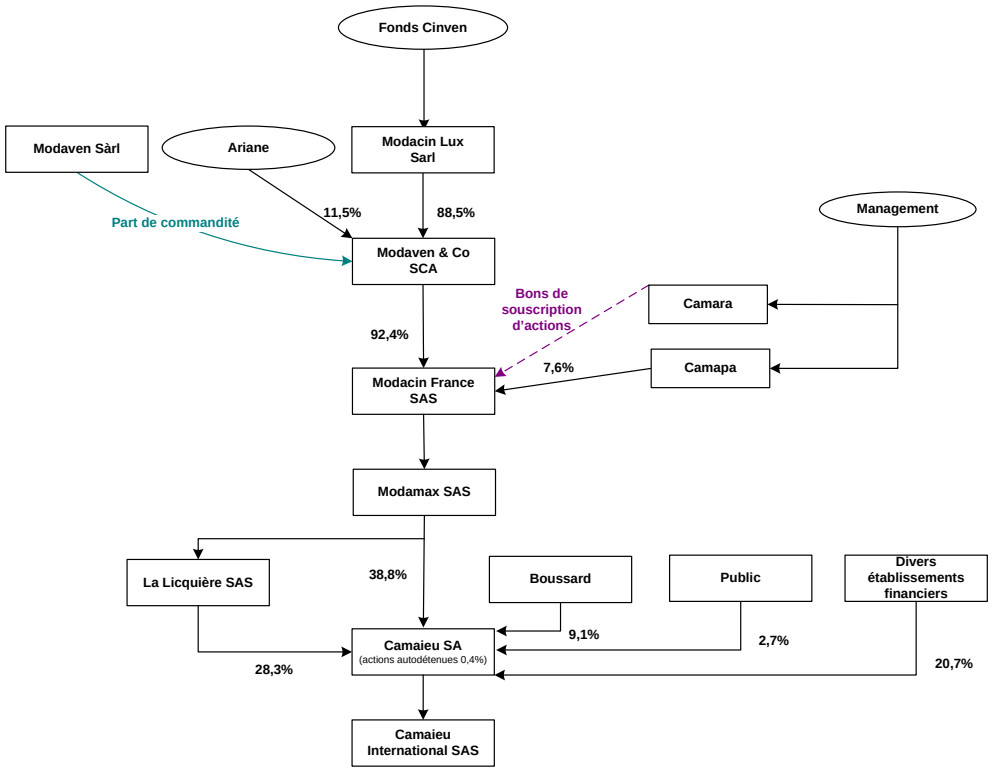
A l'issue de ces opérations, 17,6 % et 82,4 % des montants globaux reçus par Boussard, Citadel et Polygon ont respectivement été utilisés pour l'acquisition (i) d'instruments financiers émis par Modaven & Co SCA et (ii) de dette bancaire souscrite par Modacin France et Modamax, afin de ne pas modifier la structure d'endettement du groupe Modacin France et de respecter les ratios d'endettement proches de ceux prévus au titre de la documentation bancaire existante conclue par Modacin France et Modamax.

Le prix des instruments financiers de Modaven & Co SCA acquis par Boussard, Citadel et Polygon a été déterminé sur la base de la valeur réelle de Modaven & Co SCA calculée, par transparence, par référence à la valeur réelle de Camaïeu en retenant un prix par action Camaïeu égal à 214,46 euros.

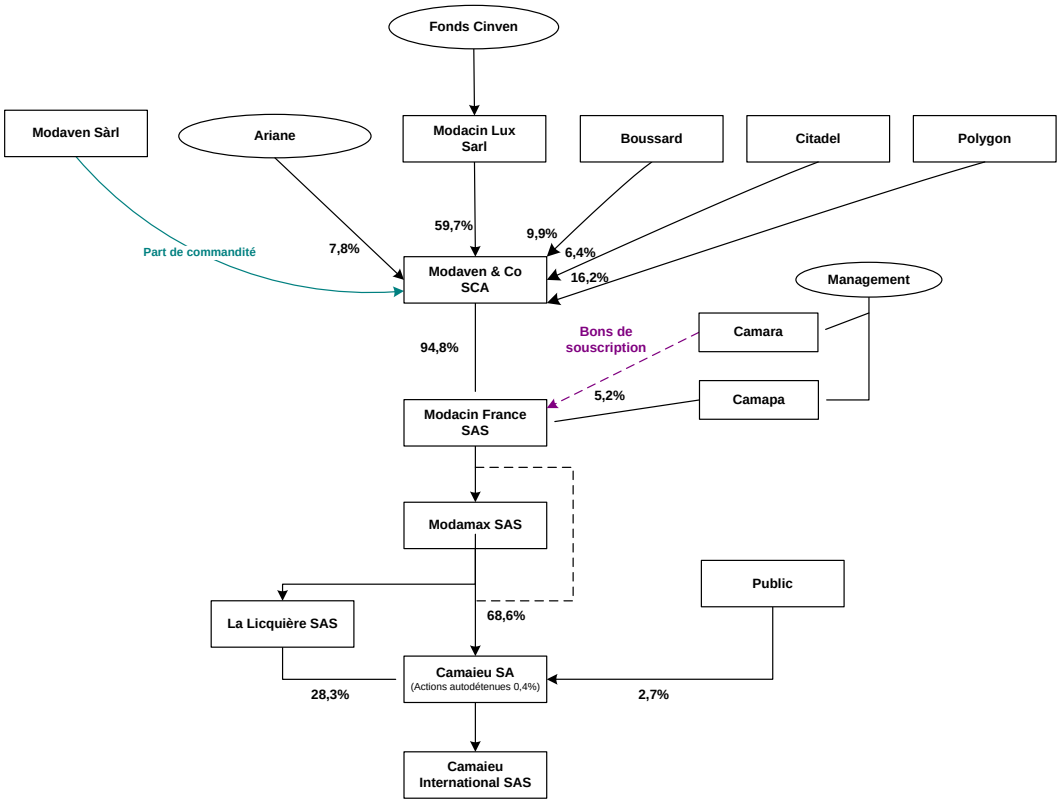
A la connaissance de l'Initiateur, Boussard, Citadel et Polygon ne bénéficient, dans le cadre de l'investissement précité, d'aucun traitement privilégié (en ce compris, aucune garantie en termes d'horizon ou de prix de sortie et aucun complément de prix ou autre mécanisme assimilable de quelque nature que ce soit) au titre des statuts de Modaven ou de tout autre accord, notamment du pacte d'actionnaires décrit au paragraphe 2.9.2 ci-après.

Les organigrammes suivants présentent de manière synthétique l'état de l'actionnariat du groupe Camaïeu avant et après la réalisation de l'opération décrite ci-dessus :

1 - Organigramme du groupe avant réalisation de l'opération



2 - Organigramme du groupe après réalisation de l'opération



2.9.2 Pacte d'actionnaires Modaven

Modaven S.àr.l, Modacin Luxembourg S.àr.l, Boussard & Gavaudan Fund PLC, Citadel Equity Fund Limited, Polygon Recovery Fund LP et Ariane, seuls associés de Modaven, sont parties à un pacte conclu le 27 mars 2011 pour une durée initiale de six (6) ans qui organise leurs relations en qualité d'actionnaires de Modaven.

Ce pacte se substitue au pacte conclu entre Modaven S.àr.l, Modacin Luxembourg S.àr.l et Ariane le 25 mai 2007.

Le pacte prévoit, notamment, des restrictions à la cession des titres, un droit de cession conjointe total ou proportionnel ainsi qu'une obligation de cession conjointe et un droit pour les actionnaires minoritaires d'initier l'admission des titres de Modaven ou de l'une de ses filiales aux négociations sur un marché réglementé à compter du 1er janvier 2015. Les clauses du pacte ne comportent pas de prix de sortie garantie.

Aux termes ce pacte, d'une part, Polygon Recovery Fund LP est en droit de nommer un membre au sein des conseils de surveillance de Modaven et de Camaïeu et au sein du conseil d'administration de Modacin France et, d'autre part, Ariane et Boussard & Gavaudan Fund PLC sont en droit de nommer un observateur chacun au conseil de surveillance de Modaven et des censeurs aux conseils d'administration et de surveillance de Modacin France et Camaïeu.

2.9.3 Autres accords

Modacin France n'est partie à aucun accord, ni n'a connaissance d'aucun accord relatif à l'Offre ou susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre fixé à 214,46 euros par action Camaïeu, figurant ci-après, constituent la synthèse du rapport d'évaluation établi le 15 avril par Société Générale, établissement présentateur de l'Offre pour le compte de la société Modacin France et en plein accord avec cette dernière, notamment en ce qui concerne les différentes méthodes de valorisation et les hypothèses retenues.

Dans le cadre de ses travaux, Société Générale a réalisé une évaluation de la Société sur la base d'une approche multicritères comprenant les méthodes d'évaluation usuelles tout en tenant compte des spécificités de Camaïeu, de sa taille et de son secteur d'activité.

L'évaluation de Camaïeu a été réalisée sur la base des informations transmises par la Société : comptes consolidés annuels historiques, plan d'affaires établi par le management de la Société sur la période 2011-2014 (en ce compris le budget pour 2011), reporting d'activité (chiffre d'affaires, marge brute, excédent brut d'exploitation, résultat d'exploitation) à fin février 2011 et des compléments d'informations spécifiques. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part de Société Générale.

3.1 DONNEES FINANCIERES SERVANT DE BASE A L'EVALUATION

Les agrégats et flux d'exploitation utilisés dans l'évaluation proviennent du plan d'affaires consolidé finalisé par le management de Camaïeu en décembre 2010 et remis fin février 2011 aux banques de financement dans le cadre de l'opération annoncée le 28 mars 2011 (acquisition hors marché de 1.811.058 actions Camaïeu, représentant 29,88 % du capital, au prix de 214,46€ par action).

Ce plan d'affaires n'a pas été modifié par Société Générale. En revanche, Société Générale a prolongé le plan d'affaires de trois ans sur 2015-2017 pour modéliser une période d'atterrissage avant l'année normative (2018). Cette approche et ces différentes hypothèses, ainsi que les conclusions en résultant, ont été discutées et validées avec le management de Camaïeu.

Hypothèses de construction du plan d'affaires

Le plan d'affaires 2011-2014 de la Société prévoit :

- une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 9,5 % par an entre 2010 et 2014 ;
- un accroissement du parc de magasins de plus de 40 % à horizon 2014 ;
- une reprise de la croissance à périmètre constant pour toutes les zones couvertes dès 2011.

Pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres par action, nous avons retenu[7] :

- Des ajustements d'un montant de (61,4m€), en considérant :

- une trésorerie financière nette de 55,6m€ au 28 février 2011 ;
- des intérêts minoritaires de 1k€ au 31 décembre 2010 ;
- des indemnités contractuelles de départ en retraite après impôt de 1,0m€ au 31 décembre 2010 ;
- d'autres provisions pour 5,0m€ au 31 décembre 2010 ;
- des actifs financiers pour 11,7m€ au 31 décembre 2010.

- Un nombre d'actions Camaïeu de 6.033.889 au 28 février 2011 (après prise en compte de l'auto-contrôle et avant prise en compte de l'impact de l'exercice des options d'acquisition existantes, ce calcul étant effectué au cas par cas[8]).

---

[7] Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont en valeurs comptables au 28 février 2011.

3.2 METHODES RETENUES

Dans le cadre de l'analyse multi-critères, les méthodologies d'évaluation suivantes ont été retenues :

- La référence aux cours de bourse ;
- La référence aux transactions récentes sur le capital de Camaïeu ;
- La méthode des multiples boursiers ;
- La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles ("DCF").

3.2.1 Référence aux cours de bourse[9]

Les actions ordinaires Camaïeu sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris compartiment B d'Euronext Paris S.A. depuis son introduction en bourse le 19 juin 2000.

Le flottant, constitué des titres détenus par le public et les salariés du groupe représente, au 28 mars 2011, 161.891 actions soit 2,67% du capital.

La date de référence des cours de bourse retenus est celle du 28 mars 2011, jour de l'annonce, post clôture du marché, de l'acquisition par Modacin France / Modamax du bloc de 1.811.058 actions Camaïeu (représentant 29,88% du capital) et de la présente Offre.

Le prix offert de 214,46€ par action Camaïeu présente les primes suivantes par rapport aux cours de bourse de la Société :

	Cours (€)	Prime / (décote) induite par le prix de référence de 214.46€ (%)	Dates de référence
Cours spot	145.2	47.7%	28-mars-2011
Moyenne pondérée par les volumes - 1 mois	144.9	48.0%	Du 28-févr.-2011 au 28-mars-2011
Moyenne pondérée par les volumes - 3 mois	151.9	41.2%	Du 29-déc.-2010 au 28-mars-2011
Moyenne pondérée par les volumes - 6 mois	155.4	38.0%	Du 29-sept.-2010 au 28-mars-2011
Moyenne pondérée par les volumes - 12 mois	161.5	32.8%	Du 29-mars-2010 au 28-mars-2011
Plus haut sur 1 an	184.8	16.1%	16-sept.-2010
Plus bas sur 1 an	139.4	53.9%	10-mars-2011

Les volumes journaliers moyens échangés s'établissent à environ 202 titres sur les 12 derniers mois à la date du 28 mars 2011, correspondant à une rotation du flottant de 0,13% sur la même période et à des capitaux moyens échangés quotidiennement de 32,6k€. L'action Camaïeu bénéficie donc d'une faible liquidité.

3.2.2 Transactions de référence sur le capital de Camaïeu

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la Société extériorisée lors des principales transactions récentes portant sur le capital de Camaïeu.

---

[8] Les conditions d'exercice des options d'acquisition, et partant, le nombre d'actions à acquérir dépendent de la valeur de l'action sous jacente déterminée et fluctuent donc selon les méthodes d'évaluation utilisées.

[9] Source : Bloomberg.

Un certain nombre de transactions sont intervenues sur le capital de Camaïeu entre 2005 et 2007 :

- en janvier 2005, Axa Private Equity (par le biais de Modamax) a acquis 42,38 % du capital à 85 € par action après achat de blocs auprès des familles fondatrices et à l'issue de l'OPA consécutive. Modamax a acquis ensuite 10,43 % du capital auprès de Castlerigg Master Investments à 130 € en décembre 2005 et 11,74 % du capital lors de l'offre publique d'achat simplifiée réalisée au même prix en février 2006. Modamax détient alors 64,55 % du capital ;

- en juin 2007, Cinven (à travers la société Modacin France SAS) a acquis la totalité des actions composant le capital de Modamax ainsi que les bons de souscription d'actions Modamax et les obligations remboursables en actions Modamax détenus par le management de Modamax sur la base d'un prix par action Camaïeu de 267 € (aucune action n'ayant été apportée à l'offre publique d'acquisition simplifiée qui a suivi cette acquisition).

Nous n'avons pas retenu les opérations intervenues sur le capital entre 2005 et 2007 compte tenu de leur ancienneté et du fait qu'elles sont intervenues dans un contexte plus favorable pour le secteur de la distribution textile et les opérations à effet de levier.

Nous nous sommes concentrés sur la dernière opération en date : l'acquisition hors marché par Modacin France / Modamax d'un total de 1.811.058 actions annoncée le 28 mars 2011. Cette opération s'est effectuée sur la base d'une valeur par action de 214,46€, les produits reçus par les différents détenteurs d'intérêts sur les actions Camaïeu ayant été intégralement investis par eux en titres de dettes émis par Modacin France et Modamax et en titres de capital ou quasi capital émis par Modaven.

3.2.3 Méthode des multiples boursiers

Cette approche analogique consiste à appliquer aux agrégats de l'entreprise les multiples observés sur des sociétés cotées comparables à la Société en termes d'activité, de marchés et de taille. Elle permet d'apprécier la valeur de la Société en la positionnant par rapport à ses concurrents cotés et apporte donc un éclairage de marché à l'évaluation.

Les multiples de résultat d'exploitation (VE/Résultat d'exploitation) et d'EBE (VE/Excédent brut d'exploitation) ont été retenus et appliqués aux agrégats des années 2011 et 2012.

Les multiples de chiffre d'affaires (VE/chiffre d'affaires) sont également présentés à titre indicatif mais n'ont pas été appliqués parce qu'ils ne tiennent pas compte de la rentabilité de la société à évaluer.

L'échantillon retenu est constitué de 6 sociétés européennes réalisant l'essentiel de leurs ventes dans le secteur du textile, en majorité via des réseaux intégrés de distribution :

- Next[10], société anglaise, distribue des vêtements pour hommes, femmes et enfants ainsi que des produits domestiques. Next opère 525 magasins et réalise 99 % de son chiffre d'affaires en Europe. La chaîne s'est aussi engagée dans la vente en ligne ;

- Esprit[10], société basée à Hong Kong, distribue des vêtements et accessoires de mode pour hommes, femmes et enfants ainsi que des produits domestiques. La chaîne opère environ 13.300 magasins dans le monde et réalise 83 % de son chiffre d'affaire en Europe ;

- KappAhl[10], chaîne suédoise, réalise environ 94 % de son chiffre d'affaires dans les pays scandinaves. La chaîne possède environ 350 magasins et distribue une gamme complète de vêtements pour hommes, femmes et enfants ;

- Etam Développement[10], société française, qui opère sous les marques Etam, Undiz et 1.2.3, conçoit et distribue des vêtements de mode, de la lingerie et des accessoires pour femme. Etam Développement opère plus de 3.800 magasins dans le monde et réalise environ 60% de son chiffre d'affaires en France et 30 % en Chine ;

---

[10] Sources : sociétés.

- Charles Voegele[10], chaîne Suisse, distribue principalement des vêtements pour hommes et femmes et des accessoires de mode et a lancé une collection de lingerie. La chaîne opère environ 800 magasins en Europe et réalise plus de 60 % de son chiffre d'affaires en Suisse et en Allemagne ;

- Adolfo Dominguez[10], société espagnole, conçoit, produit et distribue des produits textiles et des accessoires de mode pour hommes, femmes et enfants. La chaîne réalise 84 % de son chiffre d'affaires en Espagne.

Les autres sociétés cotées intervenant dans le secteur de la distribution textile, H&M, Inditex, The Gap et Fast Retailing, ont été exclues de l'échantillon en raison de leur taille et de leur niveau de développement international très différents de ceux de la Société.

Les multiples ont été calculés sur la base des cours de bourse moyen 1 mois, d'un nombre d'actions entièrement dilué et d'agrégats retraités d'éléments exceptionnels.

Société	Pays	Capi. (m€)	VE (m€)	VE / CA		VE / EBE		VE / REX	
				11E	12E	11E	12E	11E	12E
Camaïeu	**France**	**875**	**814**	**0.91x**	**0.82x**	**4.6x**	**4.3x**	**5.7x**	**5.3x**
Next	Royaume-Uni	4,358	5,045	1.24x	1.19x	6.2x	5.9x	7.5x	7.2x
Esprit	Hong Kong	4,262	3,948	1.22x	1.12x	6.8x	6.1x	9.2x	8.0x
KappAhl	Suède	328	574	0.96x	0.90x	6.8x	5.9x	9.7x	8.2x
Etam Dev.	France	264	456	0.37x	0.34x	3.9x	3.4x	7.1x	5.9x
Charles Voegele	Suisse	404	395	0.42x	0.41x	4.4x	4.1x	10.1x	8.5x
Adolfo Dominguez	Espagne	82	88	0.47x	0.44x	4.9x	4.4x	ns	ns
Médiane				**0.71x**	**0.67x**	**5.5x**	**5.2x**	**9.2x**	**8.0x**

Sur ces bases, la valeur des fonds propres obtenue est comprise entre 173,0€ et 227,4€ par action.

	VE / EBE		VE / REX	
	11E	12E	11E	12E
Médiane	**5.5x**	**5.2x**	**9.2x**	**8.0x**
Données financières de Camaïeu	178	191	143	152
Valeur d'entreprise implicite	986	984	1,314	1,223
Valeur des capitaux propres implicite	1,047	1,045	1,375	1,284
Nombre d'actions dilué	6.042	6.042	6.046	6.045
Prix implicite de l'action	**173.3**	**173.0**	**227.4**	**212.4**
Prime / (décote) sur le prix d'offre	*(19.2%)*	*(19.3%)*	*6.1%*	*(1.0%)*

Les multiples de PER n'ont pas été retenus parce que ces derniers, contrairement aux multiples d'excédent brut d'exploitation et de résultat d'exploitation, sont généralement pollués par les différences de levier financier et de taux d'imposition.

3.2.4 Actualisation des flux de trésorerie disponibles

Cette méthode consiste à actualiser l'ensemble des flux de trésorerie générés par la Société en tenant compte de l'évolution attendue de ses performances à moyen et long terme. Elle revient à modéliser et actualiser l'ensemble des flux de trésorerie bénéficiant aux actionnaires et aux créanciers. Elle est mise en œuvre en trois temps en supposant une date de départ des flux de trésorerie au 1er mars 2011 :

- Modélisation des flux de trésorerie disponibles avant frais financiers :

- Plan d'affaires qui s'étend jusqu'en 2014 ;

- Extrapolation du plan d'affaires par Société Générale jusqu'en 2017 ;

- Année normative en 2018.

  - Ces flux étant destinés à rémunérer l'ensemble des apporteurs de financement, qu'ils soient actionnaires ou créanciers, ils sont actualisés à un coût moyen pondéré du capital (ci-après ***CMPC***), en respect de la convention d'actualisation à mi-année.

  - Addition de la trésorerie nette ajustée à la date de début de période prévisionnelle pour obtenir la valeur des fonds propres.

3.2.4.1 Hypothèses d'extrapolation du plan d'affaires sur la période 2015-2017 et de normalisation :

  - La croissance du chiffre d'affaires décroît linéairement vers le taux de croissance à l'infini (1,5 %) ;

  - La marge d'EBE décroît linéairement vers un niveau normatif fixé à 15,5 % (sur la base de la marge d'EBE médiane des concurrents européens de Camaïeu en 2010, du contexte de baisse structurelle des marges du secteur et de l'évolution du mix géographique de Camaïeu attendu dans les prochaines années) ;

  - Les investissements liés aux ouvertures de magasins croissent linéairement vers leur niveau normatif (20,0m€ soit 1,5 % du chiffre d'affaires normatif) ;

  - Les investissements liés à la maintenance des magasins croissent linéairement vers leur niveau normatif (22,5m€ soit 1,7 % du chiffre d'affaires normatif) ;

  - Les investissements liés aux services centraux augmentent au même rythme que le chiffre d'affaires (6,5m€ soit 0,5 % du chiffre d'affaires normatif) ;

  - Les amortissements demeurent légèrement inférieurs au total des investissements pour tenir compte de l'impact de l'inflation et leur niveau normatif est de 46,5m€ ;

  - Maintien de l'hypothèse du plan d'affaires sur le besoin en fonds de roulement en jours de chiffre d'affaires (13 jours de chiffre d'affaires soit 3,7 % du chiffre d'affaires).

3.2.4.2 Détermination du taux de croissance à l'infini

  - Le taux de croissance à l'infini peut être décomposé en :

- un effet prix ;

- un effet volume.

  - Pour la France :

- Nous avons estimé l'effet prix sur la base de l'évolution de l'indice des prix à la consommation de l'ensemble des ménages en France métropolitaine pour les articles d'habillement et chaussures sur longue période entre 1998 et 2010 (mesures au mois de décembre - source INSEE). La moyenne des 12 évolutions entre 1998 et 2010 donne 0,49 % ;

- Pour mesurer l'effet volume, nous avons analysé l'évolution de la population française entre 1980 et 2015e. La croissance moyenne est de 0,5 % ;

- Nous en avons déduit un taux de croissance à l'infini de 1,0 % pour les activités en France.

  - Afin de tenir compte de perspectives de croissance plus soutenues des activités à l'international, nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1,5 % pour l'ensemble du groupe.

  - Ce taux est cohérent avec celui retenu par les analystes couvrant les entreprises du même secteur que Camaïeu.

3.2.4.3 Flux de trésorerie

Les flux de trésorerie disponibles sont calculés de la façon suivante :

	Résultat opérationnel
-	Impôt normatif sur résultat opérationnel
+	Dotations aux amortissements et provisions
-	Investissements
-	Variation du besoin en fonds de roulement net
=	Flux de trésorerie disponibles

Ces flux de trésorerie disponibles, rémunérant les capitaux investis dans le groupe à la fois par les actionnaires et les créanciers, sont actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC).

3.2.4.4 Taux d'actualisation

- Coût des capitaux propres :

  - Un taux sans risque de 4,1 % déterminé par le département « Recherche Actions » de Société Générale et basé sur le taux des obligations souveraines européennes de maturité 10 ans au 1er mars 2011 ;

  - Une prime de risque sur le marché actions de 7,1 % établie par le département « Recherche Actions » de Société Générale, correspondant à une prime anticipée pour le rendement des marchés actions en Europe au 1er mars 2011 ;

  - Un bêta de l'actif économique (bêta de la société sans endettement) de 0,95, issu d'une analyse des six sociétés comparables de l'échantillon sélectionné : Next, Esprit, Kappahl, Etam, Charles Voegele et Adolfo Dominguez (source : Beta Barra Global). Le bêta de l'actif économique est ensuite ajusté pour prendre en compte la structure financière spécifique de Camaïeu ; on obtient alors le bêta effectif de la société.

Le coût des capitaux propres correspond à la somme du taux sans risque et du produit du bêta effectif par la prime de risque (formule du Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers ou ***MEDAF***). Les hypothèses décrites précédemment conduisent à un coût des capitaux propres de 11,9 %.

- Coût de la dette :

  - Le coût de la dette avant impôt a été estimé à 6,0 % sur la base de taux de rendement d'indices composés d'entreprises notées BBB[11] et dont la maturité de la dette est supérieur à 7 ans (source : Bloomberg, indices Merrill Lynch) ;

  - Nous avons utilisé un taux théorique d'imposition de 34,43 %.

- Structure financière normative cible :

Le ratio dette[12] / capitaux propres retenu de 27 %, est estimé sur la base du levier moyen des 6 sociétés comparables de l'échantillon sélectionné (Next, Esprit, Kappahl, Etam, Charles Voegele and Adolfo Dominguez).

Les hypothèses retenues conduisent à un CMPC de 10,2 %.

---

[11] Next, comparable le plus proche de Camaïeu en termes de levier financier, est noté BBB par S&P.

[12] Valeur de marché de la dette approximée par sa valeur comptable.

3.2.4.5 Fourchettes de valorisation

Sur ces bases, en faisant varier le taux d'actualisation entre 9,7 % et 10,7 % et le taux de croissance à l'infini entre 1,0 % et 2,0 %, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles fait ressortir une valeur par action comprise entre 178,3€ et 212,3€.

		Taux de croissance à l'infini		
		1.0%	1.5%	2.0%
CMPC	9.7%	196.4	203.9	212.3
	10.2%	186.9	193.4	200.8
	10.7%	178.3	184.1	190.5

La valeur terminale représente environ 55 % de la valeur d'entreprise.

3.3 REFERENCE ET METHODES PRESENTEES A TITRE INDICATIF

3.3.1 Actualisation des dividendes

- L'analyse historique du taux de distribution de Camaïeu montre une forte dispersion depuis l'introduction en bourse de la Société et ne permet pas, par conséquent, de définir un taux normatif ou une évolution attendue sur la durée du plan d'affaires ;
- Le dividende prévu pour 2011 est celui qui devrait être proposé à l'Assemblée Générale de la Société en juin 2011 (taux de distribution de 57.1 %) ;
- Nous avons pris l'hypothèse que le taux de distribution de 57.1 % resterait stable au cours des prochaines années ;
- Nous avons supposé que le paiement des dividendes se ferait au 30 juin chaque année.
- Sur la période d'extrapolation de 2015 à 2017, la croissance des dividendes converge vers le taux de croissance à l'infini des dividendes (5,1 %) ;
- Ce taux de croissance à l'infini est issu du produit du taux de rétention (42,9 %) et d'un retour sur capitaux propres cible fixé au niveau du coût des capitaux propres (11,9 %).

Par cette méthode, en faisant varier le taux de distribution normatif entre 52,1 % et 62,1 %, et le coût des fonds propres entre 11,4 % et 12,4 %, on obtient un prix par action compris entre 127,7€ à 140,3€.

3.3.2 Cours cibles des analystes

L'action Camaïeu fait l'objet d'un suivi très limité de la part des analystes financiers. Oddo est le seul broker à suivre la valeur. Le dernier objectif de cours d'Oddo en date du 25 mars 2011 est de 180€.

3.3.3 Multiples de transactions comparables

Cette méthode analogique consiste à appliquer aux agrégats historiques de l'entreprise à évaluer des multiples observés lors de transactions récentes portant sur des sociétés comparables (en termes d'activité, taille, localisation géographique, rentabilité, etc.).

L'échantillon comprend 15 transactions réalisées en Europe depuis 2004 et portant sur des sociétés opérant dans le secteur de la distribution textile :

Date de clôture	Cible	Acquéreur	% acquis	100% VE (MEUR)	Multiples	
					VE / EBE	VE / REX
08-févr.-11	Takko (Allemagne)	Apax Partner (Royaume-Uni)	100%	1,250	7.3x	na
25-juin-10	Etam (France)	Famille Milchior (France)	26%	499	4.6x	10.2x
19-juin-10	Republic Limited (Royaume-Uni)	TPG Capital (Etats-Unis)	100%	354	8.3x	10.2x
24-juil.-09	Etam (France)	Famille Milchior (France)	23%	292	3.4x	7.7x
30-nov.-07	Lindex	Stockmann (Finlande)	96%	872	11.1x	13.4x
30-sept.-07	Takko (Allemagne)	Advent (Etats-Unis)	100%	770	9.2x	na
03-juil.-07	Camaieu (France)	Cinven (Royaume-Uni)	65%	1,475	9.3x	10.5x
27-févr.-07	Vivarte (France)	Charterhouse (Royaume-Uni)	100%	3,430	8.3x	na
13-févr.-06	Camaieu (10.4% puis OPAS) (France)	AXA Private Equity (France)	25%	687	6.7x	8.2x
13-janv.-06	Peacock (Royaume-Uni)	Henson no.1 (Royaume-Uni)	100%	770	7.3x	11.3x
29-juil.-05	Jane Norman (Royaume-Uni)	Beaugur Group, Kaupthing (Islande)	72%	173	13.0x	16.8x
31-mars-05	Camaieu (France)	AXA Private Equity (France)	40%	475	5.8x	7.4x
28-oct.-04	KappAhl (Suède)	Nordic Capital et Accent EP (Suède)	100%	216	7.2x	12.3x
01-juin-04	Vivarte (France)	PAI (France)	86%	1,381	6.4x	9.3x
05-avr.-04	New Look (Royaume-Uni)	Trinitybrook (Royaume-Uni)	100%	1,062	6.2x	8.1x
Médiane					**7.3x**	**10.2x**

Les multiples de transactions présentés correspondent généralement à des transactions majoritaires et intègrent une prime de contrôle.

De plus, la plupart des transactions de cet échantillon ont été réalisées durant la période 2005-2007 qui était plus favorable à l'industrie du textile et aux opérations à effet de levier.

Les valeurs induites par cette méthode sont comprise entre 211,1€ et 224,5€ par action.

3.4 REFERENCE ET METHODE ECARTEES

3.4.1 Actif net comptable

La valeur comptable des fonds propres au 31 décembre 2010 (50,7€ / action) rend compte des apports en nature et en numéraire des actionnaires ainsi que de l'accumulation historique des résultats de la Société, et non de ses perspectives futures. Cette référence est peu pertinente pour appréhender la valeur intrinsèque de Camaïeu car elle ne prend pas en compte ses résultats futurs.

3.4.2 Actif net réévalué

Cette approche définit la valeur des capitaux propres d'une société comme étant la différence entre ses actifs et ses passifs, après réévaluation des principaux actifs, en particulier incorporels, à leur valeur de marché.

La méthode de l'actif net réévalué ne nous semble pas pertinente pour l'évaluation d'une société mono-activité dans une perspective d'exploitation à long terme. En effet, cette méthode est principalement utilisée dans le cas

de holdings diversifiés ou de sociétés détentrices d'actifs diversifiés, susceptibles de voir leur valeur comptable très en-deçà de leur valeur de réalisation économique immédiate.

En outre, l'absence d'éléments de valorisation disponibles concernant les droits aux baux et la marque rend encore moins pertinente cette méthodologie.

3.5 SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT

Le prix offert dans le cadre de l'Offre (214,46 euros par action) se compare comme suit aux résultats des analyses décrites ci-dessus :

	Cours / Valeur (€/action)	Prime / (décote) induite par l'Offre (%)
Cours de bourse – antérieurs au 28 mars 2011		
Spot – 28 mars 2011	145,2 €	47.7%
Moyenne pondérée par les volumes - 1 mois	144,9 €	48,0%
Moyenne pondérée par les volumes - 3 mois	151,9 €	41,2%
Moyenne pondérée par les volumes - 6 mois	155,4 €	38,0%
Moyenne pondérée par les volumes - 12 mois	161,5 €	32,8%
Plus bas sur 1 an (10 mars 2011)	139,4 €	53,9%
Plus haut sur 1 an (16 septembre 2010)	184,8 €	16,1%
Transaction récente sur le capital de la Société		
Acquisition de 30% par Modacin France et Modamax (28 mars 2011) à 214,46 € par action	214,5 €	-
Multiples boursiers de sociétés comparables		
Multiples 2011 : VE/EBE et VE/Rex		
- Bas de fourchette	173,3 €	23,8%
- Milieu de fourchette	200,4 €	7,0%
- Haut de fourchette	227,4 €	(5,7%)
Multiples 2012 : VE/EBE et VE/Rex		
- Bas de fourchette	173,0 €	24,0%
- Milieu de fourchette	192,7 €	11,3%
- Haut de fourchette	212,4 €	1,0%
Flux de trésorerie futurs actualisés*		
- Bas de fourchette	178,3 €	20,3%
- Milieu de fourchette	193,4 €	10,9%
- Haut de fourchette	212,3 €	1,0%

* En faisant varier le taux d'actualisation entre 9,7% et 10,7% et le taux de croissance à l'infini entre 1,0 % et 2,0 %.

4. RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

Le texte du rapport de Grant Thornton est reproduit intégralement ci-après.

GRANT THORNTON
100, rue de Courcelles
75017 PARIS

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait, suivie d'un Retrait Obligatoire
que Modacin France SAS envisage de lancer sur les actions Camaïeu

RAPPORT EN DATE DU 30 MAI 2011
ETABLI SUR LA BASE DU RAPPORT EN DATE DU 6 MAI 2011 A L'ATTENTION DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE CAMAÏEU, PLUS DES ADDENDA FORMELS

Le présent rapport a été établi sur la base de notre rapport en date du 6 mai 2011 qui avait été établi à l'attention du Conseil de Surveillance de Camaïeu, plus des addenda formels qui ont été inclus à la demande de l'AMF.

Grant Thornton a été nommé en qualité d'Expert indépendant par le Conseil de surveillance de Camaïeu du 1er avril 2011, dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après « l'Offre »), que Modacin France SAS (ci-après « Modacin ») envisage de lancer sur les actions de Camaïeu. Cette nomination est intervenue en application de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF.

Modacin a demandé à la Société Générale et Freshfields Bruckhaus Deringer de l'assister dans la préparation de la note d'opération relative à l'Offre, la Société Générale étant plus spécialement chargée de procéder à l'évaluation multicritères de la Société visée dans les conditions prévues à l'article 237-2 du Règlement général de l'AMF.

Les dénominations suivantes sont utilisées dans le présent rapport :

- « Les Sociétés concernées par l'Offre », pour Modacin, Modamax et Camaïeu,
- « L'Initiateur », pour Modacin,
- « La Société visée », pour Camaïeu,
- « Les détenteurs d'intérêts », pour les personnes qui ont une exposition économique sur Camaïeu via des contrats financiers sur les titres de cette société,
- « Les Conseils des sociétés concernées par l'Offre », pour la Société Générale et Freshfields Bruckhaus Deringer,
- « Freshfields », pour Freshfields Bruckhaus Deringer
- « La Banque présentatrice », pour la Société Générale,
- « La Mission », pour la mission d'expertise indépendante.

Conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et à l'article 2 de l'Instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006, notre rapport est organisé comme suit :

1. Présentation de l'Expert indépendant
2. Contexte et objectif de la Mission
3. Déroulement de la Mission
4. Evaluation de la Société visée
5. Analyse des travaux d'évaluation de la Banque présentatrice
6. Analyse des Opérations connexes
7. Traitement des options qui ne peuvent pas être exercées avant la clôture de l'Offre
8. Attestation d'équité

1. Présentation de l'Expert indépendant

1.1. *Grant Thornton est indépendant à l'égard des personnes concernées par l'opération et leurs Conseils*

Grant Thornton :

- n'a aucun lien passé, présent ou futur connu de lui avec les sociétés concernées par l'Opération et leurs Conseils, qui serait susceptible d'affecter son jugement lors de sa Mission ;
- n'est pas intervenu de manière répétée avec la Banque présentatrice ;
- n'a pas procédé à une évaluation de la Société visée au cours des 18 derniers mois.

1.2. *Grant Thornton est membre de Grant Thornton International, 6ème réseau mondial d'audit et de conseil*

Grant Thornton International, qui compte plus de 30.000 professionnels répartis dans 110 pays, propose une large gamme de lignes de services regroupés autour de 4 métiers : Audit, Advisory, Tax et Outsourcing.

Les missions d'expertise indépendante, également appelées Fairness opinion, relèvent de la ligne de services Valuations de Grant Thornton International (ci-après GTI) qui compte 150 professionnels dont 30 associés, répartis dans 15 pays dont les Etats-Unis, le Canada, l'Allemagne, la Grande-Bretagne et la France.

1.3. *L'équipe affectée à la Mission est composée exclusivement de spécialistes en évaluation d'entreprise, appartenant à la ligne de services « Valuations » de GTI*

Jean-Pierre Colle, associé, est diplômé d'HEC et a été chargé de cours à HEC. Il est en charge de la ligne de services Valuations de Grant Thornton. Depuis la première Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire intervenue en septembre 1994, il est intervenu 50 fois en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable du prix proposé dans le cadre d'offres publiques. Il était membre du groupe de travail de l'AMF de 2005 sur l'évaluation financière et l'expertise indépendante.

Philippe Leduc, associé, est diplômé de l'Université de Paris Dauphine (MSG) et de l'Université Panthéon-Assas (DEA). Il dispose d'une expérience de 12 ans, dont 6 en tant qu'auditeur financier et 6 en tant qu'évaluateur. Il est spécialisé dans l'évaluation des actifs incorporels et des instruments financiers.

Gilles Hoareau, manager, est diplômé de l'Université de Paris Dauphine (MSTCF) et du DESCF. Il dispose d'une expérience de 5 ans en évaluation d'entreprise. Il est spécialisé dans les missions d'évaluation pré-transactionnelles.

Nicolas Saint Lot, responsable de mission, est diplômé de l'Université de Paris Dauphine (Master 2 Finance d'entreprise et Ingénierie Financière) et se prépare à devenir actuaire. Il dispose d'une expérience de 3 ans en évaluation d'entreprise. Il est spécialisé dans l'évaluation d'instruments financiers.

1.4. *Le présent rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité*

Conformément à l'article 2 de l'Instruction du 26 juillet 2006, le présent rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité qui a été effectué par Arnaud Limal, associé en charge des activités Corporate Finance de Grant Thornton, ce dernier n'ayant pas participé à la Mission.

Par ailleurs, nous envisageons de déposer prochainement une demande d'adhésion à une association professionnelle d'experts indépendants reconnue par l'AMF.

2. Contexte et objectif de la Mission

Le 28 mars 2011, Modacin et Modamax ont acquis hors marché 1.811.058 actions Camaïeu, représentant environ 30 % du capital, au prix unitaire de 214,46 euros, soit un prix d'acquisition global de 388 M€, portant

ainsi leur participation de 67,02% du capital et 74,27% des droits de vote de Camaïeu à 96,9% du capital et 98 % des droits de vote.

Le 30 mars 2011, une fois l'acquisition hors marché réalisée, un ancien actionnaire (Boussard & Gavaudan), et certains détenteurs d'intérêts, ont respectivement réinvesti et investi le produit lié à la cession de leurs actions ou au débouclage de leur exposition économique sur des actions Camaïeu, en acquérant des titres de dettes dans Modacin et Modamax et en prenant une participation dans Modaven & Co SCA (ci-après « Modaven »), société holding qui contrôle Modacin.

Modacin envisage de déposer, auprès de l'AMF, un projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire au prix unitaire de 214,46 euros sur les actions Camaïeu non détenues. Le réinvestissement et, par analogie l'investissement, mentionné ci-dessus, réalisé dans la foulée de l'acquisition hors marché, s'analysent comme des « Opérations connexes » à cette Offre, au sens de l'article 261-1 I 4° du Règlement général de l'AMF.

En application du règlement général de l'AMF, le Conseil de surveillance de Camaïeu du 1er avril 2011 a nommé un Expert indépendant dans le cadre de l'Offre envisagée, eu égard :

- aux conflits d'intérêts existant en son sein du fait de :
  - la répartition du capital de la Société visée, dans la mesure où « la société visée est déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre » (article 261-1 I 1°du Règlement général de l'AMF) ;
  - l'existence « d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre considérée » (article 261-1 I 4°du Règlement général de l'AMF) ;
- à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire (article 261-1 II du Règlement général de l'AMF).

Conformément à l'article 2 de l'Instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006, notre mission a pour objectif d'établir un rapport permettant au Conseil de surveillance de Camaïeu « d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre son avis motivé ».

3. Déroulement de la Mission

3.1. *Calendrier*

Le démarrage de nos travaux coïncide avec le jour de la réunion de lancement de la mission du 7 avril 2011, où nous avons reçu l'ensemble des documents demandés en annexe à notre lettre de mission du 7 avril 2011, à l'exception du rapport d'évaluation établi par la Société Générale qui nous a été remis le 15 avril 2011.

Le 3 mai 2011 nous avons été entendus par le Conseil de surveillance de Camaïeu pour rendre compte de l'état d'avancement de nos travaux.

Notre mission s'est achevée le 6 mai par la présentation de nos conclusions au Conseil de surveillance de la Société visée, puis la remise de notre rapport.

Ainsi, nous avons bénéficié d'un délai de 4 semaines pour mener à bien notre mission. Vu la nécessité, en plus d'évaluer la Société visée, d'analyser les Opérations connexes à l'Offre, nous estimons que ce délai, supérieur au minimum de 3 semaines (soit 15 jours de bourse) prévu par la réglementation, était adéquat.

3.2. *Honoraires*

Le montant des honoraires perçus par Grant Thornton au titre de la présente mission s'élève à 75 000 euros hors taxes.

3.3. *Documents examinés*

Les principaux documents examinés sont listés ci-après :

- Document de référence 2010 de Camaïeu
- Site internet de Camaïeu
- Note d'information sur l'offre Publique d'Achat de 2007
- Contrat dénommé Investment Protocol, en date du 27 mars 2011
- Pacte Modaven, en date du 27 mars 2011
- Memorandum établis par Freshfields :
  - Note de présentation au management, en date du 3 mars 2011
  - Legal Step Plan, en date du 27 mars 2011
- Waivers and Amendments Request Letter, en date du 21 février 2011
- Amended and Restated Priority Facilities Agreement, en date du 27 mars 2011
- Amended and Restated Mezzanine Facility Agreement, en date du 27 mars 2011
- Tax Structure Report établi par le cabinet TAJ, en date du 26 mars 2011
- Rapport d'évaluation de Camaïeu établi par la Société Générale, en date du 15 avril 2011

3.4. *Diligences effectuées*

Nous avons effectué les principales diligences suivantes :

- établissement d'une lettre de mission, signée le 7 avril 2011 par nos soins et contresignée par le Président du directoire de Camaïeu,
- analyse du contexte de l'opération,
- évaluation de la Société visée,
- analyse du rapport d'évaluation de la Société visée établi par la Banque présentatrice,
- évaluation des titres de dette et de capital acquis par Boussard & Gavaudan et les autres détenteurs d'intérêts économiques dans Modacin, Modamax et Modaven,
- analyse du traitement des options qui ne peuvent pas être exercées avant la clôture de l'Offre,
- établissement de lettres d'affirmation signées le 5 mai 2011 par Camaïeu et Modacin

3.5. *Personnes rencontrées*

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants:

- Au titre de Camaïeu, Société visée :
  - M. Thierry Jaugeas, Président du Directoire
  - M. Fabrice Farcot, Directeur Financier, membre du Directoire

- Au titre de Modacin, Initiateur :
  - M. Benoît Valentin, Président de Modacin, Partner Cinven
  - M. Xavier Geismar, Partner Cinven
  - M. Julien Lammoglia, Associate Cinven
- Au titre de Société Générale, Banque présentatrice de l'offre :
  - M. Hubert Preschez, Managing Director
  - M. Alexandre Courbon, Director
  - M. Patrick Coze, Managing Director
  - M. Bernard Toupas, Vice President
  - M. César Tanarro, Senior Associate
- Au titre de Freshfields, conseil juridique de l'Initiateur :
  - M. Jean-Claude Cotoni, Partner, avocat à la Cour
  - M. Patrick Tardivy, Counsel, avocat à la Cour

4. Evaluation de la Société visée

Conformément à la recommandation de l'AMF sur l'expertise financière indépendante du 27 juillet 2010, nous avons mis en œuvre une approche multicritères pour évaluer Camaïeu. Avant d'examiner les références et méthodes écartées et celles retenues, nous précisons les données financières que nous avons prises en compte.

4.1. *Données financières prises en compte*

4.1.1 Nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions existant au 31 décembre 2010 (soit 6.060.204), diminué des actions détenues par la société (soit 26.315) et augmenté des actions potentielles liées aux stock-options dans la monnaie (soit 19.312 actions potentielles), soit un total de 6.053.201 actions Camaïeu.

4.1.2 Trésorerie nette

Pour le calcul de la valeur des capitaux propres, la trésorerie nette figurant dans les comptes au 28 février 2011, soit 61 M€, a été ajustée de :

- la trésorerie susceptible d'être dégagée des stock-options dans la monnaie,
- la valeur temps des stock-options hors la monnaie estimée sur la base d'un modèle Black & Scholes.

4.2. *Références et méthodes écartées*

4.2.1 Références écartées

(i) Prix offert dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée de juillet 2007

En mai 2007, Cinven a pris le contrôle de Modamax en rachetant 100% des titres détenus par Axa Private Equity. Cette acquisition a été suivie en juillet 2007 d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur les titres

Camaïeu, puis, en mars 2008, du débouclage d'accords de liquidité conclus en 2005 entre Modamax et certains cadres dirigeants de Camaïeu.

Ainsi que l'expert indépendant, nommé dans le cadre de cette offre publique, l'avait souligné dans son rapport du 24 mai 2007, le prix offert de 267 euros par action :

- correspondait à la valorisation des actions Camaïeu par transparence du prix d'acquisition de Modamax par Cinven ;

- avait été déterminé en y incluant notamment la dette hors bilan de Modamax découlant des accords de liquidité mentionnés ci-dessus.

Compte tenu de l'ancienneté de l'offre publique d'achat simplifiée sur Camaïeu de juillet 2007 et du contexte économique de l'époque, ce prix par action ne constitue pas une référence pertinente.

(ii) Actif net comptable consolidé de Camaïeu

Cette référence a été jugée peu pertinente au cas d'espèce dans la mesure où elle ne permet pas de capturer la croissance et la rentabilité future de la Société visée.

A titre indicatif, l'actif net comptable consolidé de Camaïeu s'élève à 305,7 M€ au 31/12/2010, soit 50,5 euros par action.

4.2.2 Méthodes écartées

(i) Actif net réévalué

Cette méthode passe par la réévaluation des actifs incorporels détenus par Camaïeu, à savoir principalement la marque et les droits aux baux.

S'agissant d'évaluer Camaïeu, cette méthode nous semble peu pertinente, car elle s'appuie exclusivement sur le parc actuel de magasins et ne permet pas de tenir compte de la dynamique d'ouverture qui sous tend une partie importante de sa valeur.

Par ailleurs, il nous a été confirmé qu'il n'existait pas d'évaluation, externe ou interne, de la marque et des droits aux baux.

(ii) Actualisation des dividendes

Cette méthode présente un intérêt dans une société sous LBO comme Camaïeu, dont les holdings attendent le versement de dividendes afin de rembourser les dettes d'acquisition.

Cette méthode, conduisant par définition à une valeur intégrant une décote de minorité, n'est pas adaptée dans le cadre d'une OPR-RO.

(iii) Transactions comparables

La seule transaction récente sur une société du secteur, pour laquelle nous disposons d'informations détaillées et dont le prix payé n'intègre pas de prime de contrôle, est l'offre publique de rachat d'actions par Etam en juin 2010.

Cependant, nous considérons qu'Etam et Camaïeu présentent des différences importantes, la première réalisant une part significative de son activité dans la lingerie et disposant d'une forte implantation en Chine.

En définitive, nous avons écarté cette transaction, ainsi que la méthode des transactions comparables. A titre indicatif, l'utilisation du multiple d'Ebit observé sur la transaction Etam conduirait à une valeur Camaïeu de 211,4 euros par action.

4.3. *Références et méthodes retenues*

4.3.1 Référence au cours de bourse

Le cours de bourse de Camaïeu se caractérise par :

- des faibles volumes échangés, de l'ordre de 170 titres échangés par jour en moyenne entre le 25 février 2011 et le 25 mars 2011,
- un spread Bid/Ask, d'environ 2,2% en moyenne sur la période allant du 25 février 2011 au 25 mars 2011.

Il n'en constitue pas moins un critère incontournable pour les actionnaires minoritaires dans un contexte de retrait obligatoire.

Nous retenons comme date de référence pour notre analyse le 28 mars 2011, soit la date d'acquisition des 1.811.058 actions Camaïeu.

Prime induite par le prix de l'offre (214,46€) par rapport au cours de bourse
Source : Capital IQ

Date de référence	28-mars-11

Cours de bourse	en €	Prime induite en %
au 28 mars 2011 (clôture)	145,2	**47,7%**
moyen pondéré par les volumes sur 1 mois	144,7	**48,2%**
moyen pondéré par les volumes sur 3 mois	151,9	**41,2%**
moyen pondéré par les volumes sur 6 mois	155,4	**38,0%**
moyen pondéré par les volumes sur 12 mois	164,4	**30,5%**
le plus haut sur 12 mois	186,0	**15,3%**
le plus bas sur 12 mois	138,3	**55,1%**

Le prix proposé présente une prime de 47,7% par rapport au cours de clôture du 25 mars 2011 et des primes de 30,5% à 48,2% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois à 12 mois.

4.3.2 Objectif de cours de l'analyste financier suivant le titre Camaïeu

Depuis mi 2010, le titre Camaïeu est suivi par un seul analyste, Oddo & Cie.

Cet analyste a publié sa dernière recommandation le 25 mars 2011[13] avec un objectif de cours à 180 euros qui constitue, selon nous, une référence pertinente.

4.3.3 Référence au prix d'acquisition de 1.811.058 actions le 28 mars 2011

Cette acquisition est récente, porte sur 30% du capital de Camaïeu, et a été réalisée entre des parties indépendantes et non contraintes.

Dès lors et compte tenu de notre analyse des Opérations connexes dont elle est assortie (cf. infra §6), elle constitue une référence déterminante pour la valorisation de la Société visée.

On notera que les synergies attendues de l'intégration fiscale :

- ont vocation à s'extérioriser au niveau et au dessus de Modacin (en particulier Modaven et ses actionnaires) et non au niveau de Camaïeu, dès lors que celle-ci se trouve en dessous de Modacin ;

---

[13] Dernière recommandation avant l'annonce au marché le 28 mars 2011 de l'acquisition hors marché et sous conditions de 1.811.058 actions par Modacin et Modamax

- sont donc propres à Cinven, en sa qualité d'acquéreur, et ne reviennent pas aux actionnaires de Camaïeu non investis dans Modacin.

Dès lors, il convient de considérer que:

- Cinven a acquis les titres Camaïeu sur une base stand alone ;

- le prix de € 214,46 payé par Cinven ne tient pas compte, en tant que tel, des synergies liées à l'intégration fiscale.

4.3.4 Méthode DCF

(i) Optique retenue pour note évaluation DCF

Au niveau de Camaïeu et de ses actionnaires, l'intégration fiscale dont va bénéficier à l'initiateur/acquéreur au niveau de Modacin ne crée pas de valeur. En effet :

- avant l'Offre, Camaïeu s'acquitte son IS auprès du Trésor public ;

- après l'Offre, Camaïeu voit sa charge d'IS inchangée, le seul impact de l'Offre étant qu'elle acquitte dorénavant son IS auprès du nouveau groupe d'intégration fiscale.

Dès lors, nous avons déterminé la valeur DCF de Camaïeu dans une optique stand alone, étant observé que celle-ci est cohérente avec la logique d'acquisition de Cinven, telle que décrite au §4.3.3 supra.

(ii) Plan d'affaires du management sur la période 2011-2014

Le management de Camaïeu a élaboré, fin 2010, un plan d'affaires sur la période 2011-2014 pour les besoins de l'Opération et l'a communiqué, en février 2011, au pool bancaire en vue de valider son financement.

Nous analysons ci-après les hypothèses structurantes de ce plan d'affaires :

➢ ***Une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 10% par an***

Pour réaliser cet objectif, le management table sur :

- une croissance de l'activité à surface comparable d'environ 1,5% par an en France et de 2,5% dans les autres pays ;

- l'ouverture de 408 nouveaux magasins sur la période, soit un objectif de 1.352 magasins en 2014.

L'hypothèse de croissance de l'activité à surface comparable nous semble volontariste au vu de l'évolution récente de la croissance à périmètre constant (-3% en moyenne en France sur les 3 dernières années et -7,2% au global sur le 1er trimestre 2011).

Le plan d'ouverture des magasins, qui conduit à un accroissement du parc de près de 45% en 4 ans, nous paraît ambitieux.

➢ ***Des baisses des taux de marge brute et d'Ebitda respectivement de 1,4 points et de 2 points sur la période***

Selon les hypothèses du management, le taux de marge brute est appelé à décroître dans les prochaines années pour atteindre 58,5% en 2014, soit une baisse de 1,4 points par rapport au taux constaté en 2010. Cette baisse, particulièrement marquée sur 2011, est la conséquence de la hausse conjuguée :

- du coût des matières premières, en particulier du coton (+44%[14] depuis le début de l'année 2011),

- du coût de la main d'œuvre dans les pays d'approvisionnement, en particulier en Chine.

---

[14] Evolution de l'indice S&P GSCI Cotton entre le 3 janvier 2011 et le 25 mars 2011 *(source : Bloomberg)*

Cette diminution prévue du taux de marge brute se retrouve dans le taux de marge d'Ebitda qui devrait perdre 2 points dès 2011 et atteindre 19,3% en 2014 (contre 21,7% en 2010). Cette baisse est à mettre en perspective avec celle de 2,8 points déjà observée entre 2008 et 2010.

Par ailleurs, la baisse plus importante du taux de marge d'Ebitda par rapport au taux de marge brute s'explique par le poids croissant des magasins situés hors France et dont la profitabilité est inférieure à celle des magasins localisés sur le territoire français.

Nous constatons que les baisses attendues des taux de marge sont en ligne avec les pressions subies sur les coûts d'approvisionnement et l'incertitude sur la capacité du secteur, et de la Société visée en particulier, à répercuter ces hausses sur les consommateurs.

(iii) Extrapolation du plan d'affaires sur l'horizon 2015-2018

Nous avons extrapolé ce plan d'affaires sur une période complémentaire de 4 ans entre 2015 et 2018, cette dernière année constituant l'année normative. La modélisation mise en place consiste en une convergence des hypothèses 2014 vers un niveau que nous avons estimé normatif.

Les principales hypothèses que nous avons retenues pour estimer le flux normatif en 2018 sont les suivantes :

- croissance du chiffre d'affaires : 1,5% se décomposant en 1% de croissance en volume et 0,5% de croissance en prix ;
- nombre d'ouvertures de magasins : +15 magasins par an, soit une croissance du nombre de magasins de 1% par an, permettant de soutenir la croissance en volume de 1% ;
- taux de marge d'Ebitda : 14,0% soit le taux de marge d'Ebitda moyen prévisionnel du secteur pour 2012[15] [16] [17] ;
- investissements de maintenance : 100 K€ par magasin tous les 6 ans, soit environ 500 € par m² (sur la base d'une superficie moyenne de 200m² par magasin).

(iv) Taux d'actualisation

Nous avons déterminé un taux d'actualisation de 9,5% en retenant :

- un taux sans risque de 3,5%, correspondant à la moyenne 3 mois du rendement de l'OAT 10 ans au 25 mars 2011 ;
- une prime de risque de marché de 6,1% résultant de la différence entre un taux de rentabilité attendu du marché actions de 9,67% en mars 2011 (source : Associés en Finance) et le taux sans risque de 3,5% ;
- un bêta désendetté de 0,91 (0,97 réendetté) déterminé sur la base de la moyenne des betas des sociétés du secteur18 ;
- une prime de risque spécifique de 0,5%19;
- un coût de la dette avant impôt de 6% ;

---

15 La convergence vers ce taux sectoriel est progressive et s'étale sur une période de 4 ans.

16 L'échantillon retenu se compose des sociétés cotées suivantes : Adolfo Dominguez, Benetton, Charles Voegele, Damartex, Esprit, Etam, French Connection, H&M, Inditex, KappAhl et Next.

17 Taux de marge d'Ebitda 2012 : consensus Capital IQ

18 Seuls les betas pour lesquels le coefficient de détermination (R^2) était supérieur à 15% ont été retenus.

19 Cette prime, qui est généralement comprise entre 1% et 4% est notamment destinée à prendre en compte l'illiquidité plus ou moins importantes des titres évalués, doit être modulée en fonction de la taille plus ou moins petite de l'entreprise évaluée et le caractère plus ou moins volontariste du business plan du management. Elle a été ici limitée à 0,5% eu égard à la capitalisation boursière de Camaïeu supérieure à 1 milliard d'euros.

- un *gearing* (endettement financier net / capitaux propres) de 9%, correspondant à la structure financière moyenne du secteur20 sur les 5 dernières années.

(v) Résultats de la méthode

Sur la base des hypothèses et paramètres présentés ci avant, il ressort une valeur DCF de la Société visée de 204 euros par action en valeur centrale.

Le tableau ci après fait ressortir la sensibilité de cette valeur à une variation du taux de croissance à long terme et du taux d'actualisation de 0,25%, d'où il ressort que la valeur DCF de Camaïeu calculé par nos soins s'établit dans une fourchette comprise entre € 199 et € 210 :

Sensibilité de la valeur des fonds propres de la société au CMPC et au taux de croissance à long terme

Tx de croissance à LT \ Taux d'actualisation	9,23%	9,36%	9,48%	9,61%	9,73%
1,25%	206	203	201	198	196
1,38%	208	205	202	200	197
1,50%	210	207	204	201	199
1,63%	212	209	206	203	200
1,75%	214	210	207	205	202

4.3.5 Multiples boursiers

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant des multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité à des agrégats jugés pertinents.

(i) Choix des agrégats

Nous avons écarté les multiples suivants :

- multiple de chiffre d'affaires : écarts de profitabilité entre les sociétés de l'échantillon considéré,
- multiple d'Ebitda : différences dans le mode de détention des magasins (location dans le cas de Camaïeu vs location et/ou pleine propriété pour les sociétés de l'échantillon),
- multiple de résultat net : différences de structure financière d'une société à l'autre.

Dès lors, nous avons privilégié les multiples d'Ebit, même si la comparaison des Ebit peut être biaisée par des différences au niveau des politiques d'amortissement.

(ii) Sociétés composant notre échantillon

Notre échantillon se compose des sociétés cotées du secteur du prêt à porter évoluant principalement en Europe.

Il est composé des sociétés suivantes : Benetton, Charles Voegele, Damartex, Esprit, Etam, French Connection, KappAhl et Next.

H&M et Inditex n'ont été pas été retenues dans cet échantillon compte tenu de leur position de leader sur le marché qui leur confère de fait des avantages en termes de croissance et de profitabilité par rapport aux autres sociétés du secteur.

---

[20] Le gearing sectoriel et le bêta désendetté ont été estimés à partir de l'échantillon de sociétés comparables retenu par ailleurs pour la mise en œuvre des comparaisons boursières, à l'exception des sociétés H&M et Inditex qui ont été exclues dans le cadre des multiples boursiers.

La société espagnole Adolfo Dominguez, qui est actuellement en situation de retournement, a également été écartée.

(iii) Résultats de la méthode

Sur la base de multiples d'Ebit médians de 8,6x en 2011 et de 7,7x en 2012, il résulte de cette méthode une valeur de la Société visée comprise entre 204 et 214 euros par action.

4.3.6 Synthèse des valeurs obtenues

Synthèse des valeurs obtenues
Source : Capital IQ

	Valeur par action (en €)		Prime induite (en %) *	
	Min	**Max**	**Min**	**Max**
Références				
Cours de bourse	144,7	164,4	**48,2%**	**30,5%**
Objectif de cours (Oddo & Cie)	180,0		**19,1%**	
Prix d'acquisition de 1.811.058 actions le 28 mars 2011	214,46		**0,0%**	
Méthodes				
DCF	199,0	210,0	**7,8%**	**2,1%**
Multiple d'Ebit	204,2	214,0	**5,0%**	**0,2%**

** par rapport au prix de l'offre (214,46€)*

5. Analyse des travaux d'évaluation de la Banque présentatrice

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance des éléments d'appréciation du prix proposé préparés la Banque présentatrice.

5.1. *Méthodologie d'évaluation*

Au niveau des références et méthodes d'évaluation retenues, il n'y a aucune différence entre les travaux de Société Générale et les nôtres. La Banque présentatrice a, comme nous, retenu le cours de bourse, les transactions récentes sur le capital de Camaïeu, la méthode des multiples boursiers et la méthode DCF.

En revanche, il existe des différences au niveau de la mise en œuvre de la méthode DCF et celle des multiples boursiers. Ces différences sont présentées ci-après.

5.2. *Méthode DCF*

5.2.1 Flux de trésorerie

(i) Nombre d'ouvertures de magasins en normatif

La Banque présentatrice a retenu une hypothèse de 40 ouvertures par an en normatif, contre 15 dans le cadre de nos travaux. Ce choix a été guidé par l'hypothèse de croissance en volume de 1% en normatif qui nous a conduit à retenir une croissance du parc de magasins de 1%, correspondant à 15 ouvertures par an.

(ii) Taux de marge d'Ebitda normatif

La Banque présentatrice a calculé un flux normatif sur la base d'un taux de marge d'Ebitda de 15,5%, correspondant à la moyenne des taux de marge constatés pour l'ensemble du secteur en 2010.

Pour notre part, nous avons retenu un taux de 14% correspondant à la moyenne des taux de marge attendus par le marché pour 2012 pour les sociétés cotées du secteur. Nous avons préféré utiliser des taux prévisionnels afin de

mieux prendre en compte les mutations en cours dans le secteur (en particulier : la hausse du coût des matières premières, de la main d'œuvre dans les pays d'approvisionnement et l'incertitude sur la capacité des entreprises du secteur à répercuter ces hausses de coûts sur les prix de vente).

(iii) Taux d'actualisation

La Banque présentatrice a retenu un taux d'actualisation de 10,2%, soit un écart de 0,7 point avec le taux d'actualisation que nous avons déterminé dans le cadre de nos travaux (pour mémoire 9,5%).

La principale différence concerne la prime de risque retenue. En effet, Société Générale retient une prime de 7,1%, soit la prime anticipée pour l'Europe au 1er mars 2011 telle que déterminée par le département Recherche de Société Générale.

Pour mémoire, nous retenons une prime de 6,1%, correspondant à la différence entre (i) le taux de rentabilité attendu sur le marché actions, tel que déterminé par Associés en Finance en mars 2011 et (ii) le taux sans risque de 3,5%.

Par ailleurs, à la différence de la Banque présentatrice, nous avons retenu une prime de taille de 0,5% qui vient majorer le coût des capitaux propres.

5.3. *Multiples boursiers*

5.3.1 Echantillon de sociétés comparables

L'échantillon de la Banque présentatrice comprend les sociétés suivantes : Adolfo Dominguez, Charles Voegele, Esprit, Etam, KappAhl et Next.

Comparé à notre échantillon, la Banque présentatrice a retenu une société supplémentaire, Adolfo Dominguez et n'a pas pris en compte Benetton, Damartex et French Connection.

5.3.2 Multiples retenus

La Société Générale présente des valeurs par action obtenues sur la base de moyennes entre les multiples d'Ebitda et d'Ebit.

Comme nous l'avons déjà précisé au paragraphe 4.3.5, nous préférons écarter, pour ce secteur d'activité, les multiples d'Ebitda qui peuvent être biaisés par des différences de stratégie de détention des magasins, soit en propriété, soit en location.

6. Analyse des Opérations connexes à l'Offre

Les Opérations connexes correspondent :

- au réinvestissement par Boussard & Gavaudan du produit de cession de ses actions Camaïeu,
- et, par analogie, à l'investissement par des détenteurs d'intérêts du produit de cession de leur exposition économique.

Ces opérations connexes conduisent Boussard & Gavaudan et les détenteurs d'intérêts à acquérir:

- des titres de dettes émis par Modacin et Modamax pour 320 M€,
- des titres de capital de Modaven, représentant une participation de 32,55% dans cette société, pour 68,4 M€.

Du fait de ces opérations, Boussard & Gavaudan et les détenteurs d'intérêts bénéficieront, du fait de l'intégration fiscale :

- de la possibilité pour Modacin et Modamax d'imputer sur les cash flows d'exploitation futurs de Camaïeu:
    - leurs reports fiscaux déficitaires à la date de l'opération,

- les intérêts futurs de leur dette financière (« économies fiscales futures ») ;

- d'un prix de cession éventuellement favorable, en fonction de la performance future de Camaïeu et des conditions de sortie du LBO de Modaven sur Camaïeu.

Ces avantages vont néanmoins de pair avec :

- une prise de risque significative, liée à une structure d'endettement de type LBO, qui se traduit par un coût du capital de Modaven sensiblement plus élevé que celui de Camaïeu,

- l'illiquidité liée à la détention des titres de dettes et de capital acquis par Boussard & Gavandan et les détenteurs d'intérêts (ci-après « les titres acquis »).

Nous avons procédé à la réévaluation des titres acquis, selon la méthodologie suivante :

- La valeur des titres de dette a été estimée à 306 M€ sur la base de la somme actualisée, au coût de la dette[21] de Modacin et Modamax, des flux futurs d'intérêt et de remboursement qui s'y rattachent[22].

- La valeur des titres de capital a été estimée sur la base de la réévaluation des éléments suivants, qui composent directement ou indirectement[23] son actif net à la date de l'opération :

  i. La valeur de la participation dans Camaïeu et des économies fiscales futures a été considérée:

     - au plus égale à la valeur actualisée des flux d'exploitation prévisionnels de Camaïeu,

     - soit, compte tenu du surplus de risque lié à l'endettement de cette structure, à un montant au maximal égal au prix de 214,46 € par action résultant de la transaction[24] ;

  ii. La valeur des impôts différés actifs sur déficits reportables de Modacin a été déterminée en actualisant les économies d'impôts attendues des flux d'exploitation de Camaïeu ;

  iii. La valeur des tranches 1, 2 et 3 de la dette financière de Modacin et Modamax a été fixée par référence au capital restant dû, qui représente le montant qui devrait être payé aux créanciers pour éteindre ces passifs ;

  iv. Les autres éléments sont essentiellement composés d'Obligations Remboursables en Actions, de BSA octroyés aux managers et d'instruments financiers de couverture mis en place par Modacin et Modamax pour couvrir leur risque de taux. La valeur de ces passifs a été estimée par référence au montant qui devrait être payé pour les éteindre.

Sur la base de cette réévaluation, nous concluons à l'égalité entre la valeur du réinvestissement et le prix de l'offre.

En conséquence, nous estimons que les Opérations connexes à l'Offre ne constituent pas pour eux un complément de prix par rapport au produit lié à la cession de leurs actions Camaïeu ou leur exposition économique dans cette société.

---

[21] Le coût de la dette de Modacin et Modamax a été estimé à 7,6%

[22] La différence entre la valeur nominale de 320 M€ et la valeur de 306 M€ s'explique par la hausse des spreads entre 2007 et l'opération actuelle (étant rappelé que la tranche 3 de la dette a été émise dans des conditions quasi similaires de celles des tranches 1 et 2 émises en 2007, notamment en matière de taux d'intérêt faciaux).

[23] Via la détention de Modacin

[24] L'utilisation du WACC de Modaven, plus élevé que celui de Camaïeu en raison de l'endettement de la structure, conduit à une valeur de la participation nettement inférieure.

7. Traitement des options qui ne peuvent pas être exercées avant la clôture de l'offre

Nous avons pris connaissance du mécanisme de liquidité concernant les actions qui seraient remises aux titulaires d'options consécutivement à l'exercice de ces options après la clôture de l'Offre et dans le cadre de promesses d'achat consentie par l'initiateur ou de vente au profit de ce dernier. En vertu de ces promesses, les actions seraient acquises à un prix par action déterminé sur la base d'une valeur d'entreprise correspondant à 7,1 fois l'EBIT DA annuel de Camaïeu ressortant des derniers comptes annuels certifiés disponibles à la date d'exercice de ces promesses.

Ce multiple est celui extériorisé par le prix de l'offre, soit 214,46 euros par action, et correspond au multiple implicite d'EBIT DA de Camaïeu ressortant des comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2010.

Dès lors, cette formule de calcul du prix nous semble équitable à la fois pour les titulaires d'options et pour les actionnaires actuels de Camaïeu.

8. Attestation d'équité

En synthèse de nos travaux, il apparaît que :

- le prix proposé de 214,46 euros par action est supérieur ou égal à l'ensemble des valeurs calculées ou prises en référence par nos soins ;

- • les Opérations connexes ne s'analysent pas comme un complément de prix perçu par Boussard & Gavaudan et les détenteurs d'intérêts concernés.

Sur ces bases, nous estimons que le prix proposé de 214,46 euros par action, dans le cadre de l'OPR-RO envisagée, est équitable pour les actionnaires minoritaires de Camaïeu.

Paris, le 30 mai 2011

Grant Thornton

Jean-Pierre Colle

5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE CAMAÏEU

Le Conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 6 mai 2011, sous la présidence de Monsieur Jean-François Duprez, Président du Conseil de surveillance, à l'effet d'examiner le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par Modacin France portant sur l'intégralité des actions de la Société (hors actions d'autocontrôle) que Modacin France ne détient pas encore directement ou indirectement, et de rendre un avis motivé sur ce projet et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. La totalité des trois (3) membres du Conseil de surveillance étaient présents. L'avis a été rendu à l'unanimité des membres présents.

Outre Jean-François Duprez, Messieurs Benoit Valentin, Xavier Geismar, Thierry Jaugeas (Président du directoire de Camaïeu) et Fabrice Farcot Jaugeas (membre du directoire de Camaïeu) étaient présents à cette réunion.

Les documents suivants ont été portés à la connaissance des membres du Conseil de surveillance :

- Le projet de note d'information conjointe préparé par Modacin France et Camaïeu présentant notamment les caractéristiques, termes et conditions du projet d'Offre et la présentation des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par Société Générale, banque présentatrice de l'Offre ;

- Le rapport en date du 6 mai 2011 qui a été établi par Grant Thornton, représenté par Monsieur Jean-Pierre Colle, Associé, en sa qualité d'expert indépendant.

Le Conseil de surveillance a relevé que le prix fait globalement apparaître des niveaux de prime importants. L'expert indépendant constate tout d'abord que (i) le prix d'Offre de 214,46 euros par action est supérieur ou égal à l'ensemble des valeurs calculées ou prises en référence par ses soins dans le cadre de son expertise et que (ii) les opérations connexes ne s'analysent pas comme un complément de prix perçu par les détenteurs d'intérêts avec lesquels le Protocole d'Investissement a été conclu. L'expert indépendant souligne ensuite que le prix d'Offre présente une prime importante de 47,7% par rapport au cours spot au 25 mars 2011 et des primes de 30,5% à 48,2% par rapport au cours moyens pondérés par les volumes 1 mois à 12 mois.

Dans ces conditions, l'expert indépendant estime qu'à la date de son rapport, le prix de 214,46 euros par action proposé par la société Modacin France SAS est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de Camaïeu, dans le cadre de l'Offre, suivie d'un retrait obligatoire aux mêmes conditions financières.

Le Conseil de surveillance a en outre pris acte (i) que le prix proposé dans le cadre du Retrait Obligatoire envisagé était considéré par l'expert indépendant comme équitable pour les actionnaires minoritaires de Camaïeu et (ii) des intentions de Modacin France SAS en matière de poursuite de la stratégie de la Société et en matière d'emploi.

Sur cette base, le Conseil de surveillance a rendu l'avis motivé suivant :

« *Au vu de ce qui précède, le Conseil, après délibération, prend à l'unanimité les décisions suivantes :*

- *décide que le projet d'Offre est conforme tant aux intérêts propres de Camaïeu qu'à ceux de ses actionnaires et salariés ;*

- *approuve l'Offre qui sera initiée par la société Modacin France SAS ainsi que les termes du projet de note d'information conjointe, et décide en conséquence d'émettre un avis favorable à l'Offre et de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre ;*

- *donne tous pouvoirs au Président du Directoire pour procéder à toutes modifications sur le projet de note d'information conjointe qui pourraient être requises dans le cadre de leur examen par l'Autorité des marchés financiers ; et*

- *invite le Président du Directoire à apporter son concours au dépôt de l'Offre et à effectuer les démarches nécessaires à son bon déroulement.* »

6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

6.1 POUR L'INITIATEUR MODACIN FRANCE

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

Modacin France SAS
Représenté par Monsieur Benoit Valentin
Président

6.2 POUR LA SOCIETE VISEE CAMAÏEU

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

Camaïeu
Représenté par Monsieur Thierry Jaugeas
Président du Directoire

6.3 POUR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR DE L'OFFRE

« *Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, la Société Générale, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.* »

Société Générale